

Niall Ferguson

Historia

ASCENSIUNEA BANILOR

O ISTORIE FINANCIARĂ A LUMII

POLIROM

Colecţia *Historia* este coordonată de Mihai-Răzvan Ungureanu.

NIALL FERGUSON, unul dintre cei mai cunoscuţi istorici britanici, profesor de istorie la Harvard University şi Harvard Business School, Senior Research Fellow la Jesus College (Oxford University), Senior Fellow la Hoover Institution (Stanford University) şi profesor de istorie şi relaţii internaţionale la London School of Economics. Este autorul lucrărilor: *Paper and Iron: Hamburg Business and German Politics in the Era of Inflation, 1897-1927* (1995); *The World's Banker: The History of the House of Rothschild* (1998); *The Pity of War* (1998); *The Cash Nexus: Money and Power in the Modern World, 1700-2000* (2001); *Empire: How Britain Made the Modern World* (2003); *Colossus: The Rise and Fall of the American Empire* (2004); *The War of the World: History's Age of Hatred* (2006). Publică regulat articole în ziare şi reviste din întreaga lume. A redactat şi a prezentat cinci serii de documentare pentru televiziune difuzate de Channel 4, care s-au bucurat de o remarcabilă audienţă: *Empire* (2003), *American Colossus* (2004), *The War of the World* (2006), *The Ascent of Money* (2008) şi, recent, *Civilization: Is The West History?* (2011). De acelaşi autor, la Editura Polirom au apărut: *Civilizaţia. Vestul şi Restul* (2011, 2014); *Istorie virtuală. Evoluţii alternative şi ipoteze contrafactuale* (coord., 2013) şi *Marele Declin. Cum decad instituţiile şi mor economiile* (2014).

Pe copertă Marinus van Roejmerswaelen (circa 1493-1567), *Cămătarii* (detaliu)

www.polirom.ro

Editura POLIROM
Iaşi, B-dul Carol I nr. 4; P.O. BOX 266, 700506
Bucureşti, Splaiul Unirii nr. 6, bl. B3A,
sc. 1, et. 1, sector 4, 040031, O P. 53

Descrierea CIP a Bibliotecii Naţionale a României:

FERGUSON, NIALL

Ascensiunea banilor: o istorie financiară a lumii / Niall Ferguson; trad. de Alfred Neagu şi Junona Tutunea. – Iaşi: Polirom, 2016

Conţine bibliografie
Index

ISBN: 978-973-46-6172-5

I. Neagu, Alfred (trad.)
II. Tutunea, Junona (trad.)

336.7(100)(091)

Printed in ROMANIA

Niall Ferguson

ASCENSIUNEA BANILOR

O ISTORIE FINANCIARĂ A LUMII

Traducere de Alfred Neagu şi Junona Tutunea

POLIROM
2016

In memoriam
Gerald D. Feldman
(1937-2007)

Cuprins

Introducere 9
Capitolul 1. Visuri de lăcomie 19
Capitolul 2. Robia obligațiunilor 47
Capitolul 3. Cum se sparg bulele 78
Capitolul 4. Revenirea riscului 110
Capitolul 5. De nădejde precum o casă 142
Capitolul 6. De la Imperiu la Chimerica 173
Cuvânt de încheiere: Decăderea banilor 207

Mulțumiri 219
Note 221
Lista ilustrațiilor 243
Index 245

Introducere

Lovele, peşin, purcoi, gologani, tribut, bătrâne, material, lichidităţi, mardei, resurse: puteţi să le spuneţi cum vreţi, banii contează. Pentru creştini, dragostea de arginţi e rădăcina tuturor relelor. Pentru generali banii reprezintă muşchii războiului, pentru revoluţionari – cătuşele muncitorului. Dar de fapt ce sunt banii? Sunt un munte de argint, aşa cum credeau conchistadorii? Sau poate că ajunge să fie nişte tăbliţe de lut sau nişte bucăţi de hârtie tipărită? Cum am ajuns să trăim într-o lume în care cea mai mare parte a banilor sunt invizibili, doar nişte cifre pe monitorul unui calculator? De unde au apărut banii ăştia? Şi unde se duc cu toţii?

În 2007 venitul anual al americanului mediu (puţin sub 34.000 de dolari) a crescut cu aproximativ 5%[1]. Dar costul vieţii a crescut cu 3,5% în aceeaşi perioadă. Aşa încât în termeni reali domnul Mediu stă mai bine doar cu 1,5%. Dacă mai ţinem cont şi de inflaţie, venitul unei gospodării medii din Statele Unite s-a schimbat foarte puţin faţă de 1990, crescând cu doar 7% în 18 ani[2]. Şi acum să comparăm situaţia domnului Mediu cu cea a lui Lloyd Blankfein, principalul director executiv de la banca de investiţii Goldman Sachs. În 2007 acesta a primit 73,7 milioane de dolari din salariu, bonusuri şi recompense în acţiuni, cu 25% mai mult decât în anul precedent şi, în mare, cam de două mii de ori mai mult decât a câştigat Joe Funcţionarul. În acelaşi an, veniturile nete ale băncii Goldman Sachs de 46 de miliarde de dolari depăşeau întregul produs intern brut (PIB) a mai bine de o sută de ţări, printre care Croaţia, Serbia şi Slovenia, Bolivia, Ecuador şi Guatemala, Angola, Siria şi Tunisia. Totalul activelor băncii a depăşit pentru prima oară nivelul de un trilion de dolari[3]. Şi alţi directori executivi de pe Wall Street au câştigat bani frumoşi, însă nu la fel de mult. Conform revistei *Forbes*, Richard S. Fuld de la Lehman Brothers a câştigat 71,9 milioane de dolari, James Dimon de la JPMorgan Chase 20,7 milioane de dolari, iar Kenneth D. Lewis de la Bank of America 20,1 milioane de dolari, puţin mai mult decât Charles O. Prince de la Citigroup (19,9 milioane de dolari), John Mack de la Morgan Stanley (17,6 milioane de dolari) şi John Thain de la Merrill Lynch (15,8 milioane de dolari). Şi totuşi, Lloyd Blankfein nu era nici pe departe finanţistul cu cel mai mare venit din lume în 2007. Angelo R. Mozilo de la Countrywide Financial a fost plătit cu 102,8 milioane de dolari. Şi până şi această cifră păleşte în faţa sumelor uriaşe câştigate de unii manageri de fonduri de hedging. George Soros, un speculator cu state vechi, a câştigat 2,9 miliarde de dolari, Ken Griffin de la Citadel, ca şi fondatorii altor două fonduri speculative s-au întors acasă cu mai bine de 2 miliarde de dolari. Cel mai prost plătit director executiv din lumea financiară a anului 2007 a fost James E. Cayne, care a câştigat 690.757 de dolari, o scădere dramatică după cele aproape 290 de milioane câştigate în anteriorii nouă ani. În acelaşi timp, aproape un miliard de oameni din lume se zbat să supravieţuiască cu doar un dolar pe zi[4].

S-a dovedit că anul 2007 a marcat începutul celei mai grave crize financiare din lume după Marea Depresiune. În doar un an şi ceva, s-au petrecut diverse evenimente ce au ridiculizat afirmaţia potrivit căreia veniturile totale generoase oferite finanţiştilor erau justificate de abilităţile lor excepţionale, îndeosebi în domeniul gestionării riscului. Până am revizuit această carte pentru ediţia paperback, Bear Stearns a fost salvată de la colaps de JPMorgan, Countrywide a fost preluată de Bank of America, Merrill Lynch a avut parte de aceeaşi soartă, iar Lehman Brothers a dat faliment. Citigroup a pierdut 18,7 miliarde de dolari în 2008, aproape cât câştigase începând din 2005, iar Merrill Lynch a pierdut 35,8 miliarde de dolari, câştigurile sale începând din 1996. Goldman Sachs şi Morgan Stanley au fost silite să se transforme, din bănci de investiţii, în holdinguri bancare, semnalând dispariţia unui model de afaceri care data din anii 1930. Toate băncile care au supravieţuit acceptaseră injecţii de capital din partea Trezoreriei Statelor Unite, în cadrul Programului de Asistenţă pentru Activele Neperformante. Însă, în ciuda sprijinului guvernamental, preţurile acţiunilor lor au continuat să scadă, consolidând perspectiva naţionalizării pentru cel puţin o parte dintre ele. Până în martie 2009, acţiunile Citigroup, de pildă, scăzuseră de la 55 de dolari în iunie 2007 la 2,59 dolari.

Sunteţi mânios că lumea e atât de nedreaptă? Sunteţi furios pe capitaliştii superbogaţi şi pe bancherii cu miliarde de dolari bonus? Năucit de abisul care se cască atunci când vine vorba de a avea, a nu avea şi a avea iahturi? Nu sunteţi singurul. De-a lungul întregii istorii a civilizaţiei occidentale, s-a manifestat frecvent o ostilitate faţă de finanţe şi finanţişti, născută din ideea că aceia care şi-au făcut un rost dând bani cu împrumut sunt un fel de paraziţi ce trăiesc pe spinarea celor angajaţi în activităţi economice „adevărate", în agricultură şi producţie. Această ostilitate are trei cauze. Unu: debitorii tind să-i depăşească numeric pe creditori şi cei dintâi nu prea îi înghit pe cei din urmă. Doi: crizele financiare şi scandalurile financiare apar destul de des pentru ca finanţele să pară a fi cauza sărăciei, şi nu a prosperităţii, a nesiguranţei mai degrabă decât a stabilităţii. Şi trei: vreme de secole, pretutindeni în lume serviciile financiare au fost furnizate în cea mai mare măsură de membri ai unor minorităţi etnice sau religioase cărora le era interzis să deţină pământ sau să ocupe funcţii publice şi care s-au bucurat de succes în domeniul finanţelor datorită strânselor lor legături de rudenie şi bazate pe încredere.

În ciuda prejudecăţilor noastre adânc înrădăcinate privind „banii spurcaţi", banii sunt la originea progresului în cele mai multe cazuri. Ca să parafrazez o expresie a lui Jacob Bronowski (a cărui minunată istorie a progresului ştiinţific am urmărit-o cu aviditate la televizor pe vremea când eram elev), ascensiunea banilor a constituit un element esenţial pentru evoluţia omului. Departe de a fi lucrătura unor lipitori pornite să sugă sângele vital al familiilor cu datorii sau să rişte economiile văduvelor şi orfanilor, inovarea în sectorul financiar a constituit un factor indispensabil în evoluţia umanităţii de la o economie amărâtă de subzistenţă la culmea prosperităţii materiale de care au parte mulţi oameni astăzi. Evoluţia creditului şi a datoriilor a fost la fel de importantă ca orice inovaţie tehnologică pentru dezvoltarea civilizaţiei, de la vechiul Babilon la Hong Kongul de astăzi. Băncile şi piaţa obligaţiunilor au oferit baza materială pentru splendorile Renaşterii italiene. Serviciile financiare pentru întreprinderi au constituit baza indispensabilă atât a Imperiului Britanic, cât şi a celui olandez, aşa cum triumful Statelor Unite în secolul XX a fost indisolubil legat de evoluţia din domeniile asigurărilor, creditelor ipotecare şi creditelor de nevoi personale. De asemenea, poate că tot o criză financiară va semnala amurgul supremaţiei americane pe plan mondial.

În spatele oricărui mare fenomen istoric se află un secret financiar, iar cartea de faţă şi-a propus să descifreze cele mai importante dintre aceste secrete. De exemplu, Renaşterea a creat o explozie pe piaţa artei şi arhitecturii pentru că unii bancheri italieni, precum cei

din familia Medici, au făcut avere folosind matematica orientală în politica banului. Republica Olandeză a surclasat Imperiul Habsburgic pentru că, din punct de vedere financiar, era de preferat să ai prima bursă modernă în locul celei mai mari mine de argint. Problemele monarhiei franceze nu puteau fi rezolvate fără o revoluție pentru că un scoțian, condamnat pentru omor, dăduse peste cap sistemul financiar francez declanșând prima bulă a pieței financiare și prăbușirea acesteia. Nathan Rothschild a contribuit în aceeași măsură ca și ducele de Wellington la înfrângerea lui Napoleon la Waterloo. O nebunie financiară, un ciclu autodistructiv de greșeli și devalorizări au transformat Argentina din cea de-a șasea țară ca bogăție națională din anii 1880 în economia sfârtecată de inflație a anilor 1980.

Dacă citiți această carte, veți înțelege de ce, în mod paradoxal, cei care trăiesc în țările cele mai sigure sunt și cei care au și cele mai solide polițe de asigurare. Veți descoperi când și de ce popoarele vorbitoare de limbă engleză au căpătat obsesia ciudată de a cumpăra și a vinde locuințe. Poate mai presus de toate, veți vedea cum globalizarea și finanțele, pe lângă multe alte lucruri, au cam șters diferența dintre piețele dezvoltate și cele emergente, transformând China în bancherul Americii, creditorul comunist al debitorului capitalist, o schimbare cu semnificații epocale.

În anumite momente, asaltul banului a părut inexorabil. În 2006 producția economică la nivel mondial era evaluată la aproximativ 48,6 trilioane de dolari. Capitalizarea bursieră totală era de 50,6 trilioane de dolari, cu 4% mai mare. Valoarea totală a obligațiunilor naționale și internaționale era de 67,9 trilioane de dolari, cu 40% mai mare. Planeta Finanțe începea să eclipseze Planeta Pământ. Planeta Finanțe părea și să se învârtă mai repede. În fiecare zi 3,1 trilioane de dolari treceau dintr-o mână în alta pe piețele valutare. În fiecare lună 5,8 bilioane de dolari treceau dintr-o mână în alta pe piețele financiare mondiale. În fiecare minut al fiecărui ceas din fiecare zi a fiecărei săptămâni, cineva, undeva, făcea afaceri. Și în permanență evoluau noi forme de viață financiare. De exemplu, în 2006, volumul achizițiilor integrale pe datorie (achiziționarea unor firme cu finanțare prin împrumuturi) a sărit la 753 de miliarde de dolari. O explozie a „securitizării" – prin care creanțe individuale precum creditele ipotecare sunt „tranșate", apoi combinate și „reambalate" pentru a fi vândute – a împins la emiterea anuală a unor valori mobiliare garantate cu ipotecă, împrumuturi garantate prin active și obligațiuni garantate cu creanțe în valoare de peste 3 trilioane de dolari. Volumul instrumentelor financiare derivate – contracte derivate din anumite instrumente financiare sau tranzacții deja existente, cum ar fi tranzacțiile swap pe rata dobânzii sau contractele de transfer al riscului de credit (CDS) – a crescut și mai repede, așa încât la sfârșitul lui 2006 valoarea noțională a tuturor instrumentelor financiare derivate nereglementate (excluzându-le pe cele de la bursele publice) era cu puțin sub 400 de trilioane de dolari. Înainte de anii 1980, o astfel de situație era aproape necunoscută. De asemenea, au proliferat instituții noi. Primul fond de hedging a fost înființat în anii 1940, dar, mai încoace, prin 1990, existau 610, care gestionau 38,9 miliarde de dolari. La sfârșitul lui 2006 existau 9.462, gestionând 1,5 trilioane de dolari. Societățile cu capital privat s-au multiplicat și ele. Între timp băncile au creat o mulțime de „societăți intermediare" și „vehicule investiționale structurate" (VIS), pentru a nu include activele potențial riscante în bilanțurile lor contabile. Era ca și cum apăruse un întreg sistem bancar paralel. Dacă în ultimele patru milenii avusese loc ascensiunea omului-gânditor, se pare că acum trăim în epoca omului-bancher.

În 1947 valoarea totală adăugată de sectorul financiar la produsul intern brut al Statelor Unite era de 2,3% ; în 2007 contribuția sa se ridicase la 8,1% din produsul intern brut. Cu alte cuvinte, 1 dolar din fiecare 13 dolari plătiți angajaților din Statele Unite se ducea

acum la oamenii care lucrează în domeniul finanţelor[5]. Finanţele deveniseră şi mai importante în Marea Britanie, unde constituia 9,4% din PIB în 2006. Sectorul financiar devenise de asemenea cel mai puternic magnet pentru talentele din rândul absolvenţilor de studii superioare. Înainte, în 1970, doar circa 5% dintre absolvenţii de la Harvard, unde predau eu, se angajau în domeniul finanţelor. În 1990 cifra crescuse la 15%*. În 2007 proporţia a fost şi mai mare. Conform publicaţiei *The Harvard Crimson*, din promoţia 2007 mai bine de 20% dintre bărbaţi şi 10% dintre femei doreau să se angajeze pentru prima dată în domeniul bancar. Şi cine să-i condamne pentru asta? În ultimii ani, remuneraţia globală, cu salariu şi bonusuri, ale celor angajaţi în domeniul finanţelor era de aproape trei ori mai mare decât salariile câştigate de absolvenţii universităţilor din Ivy League angajaţi în alte sectoare ale economiei.

În momentul în care absolvea promoţia 2007, se părea că nimic nu va mai putea opri ascensiunea permanentă a finanţelor globale. Nici măcar atacurile teroriste asupra New Yorkului şi Londrei. Nici măcar războiul care devasta Orientul Apropiat. Şi, cu siguranţă, nici măcar schimbările climatice de la nivel global. În ciuda faptului că fusese distrus World Trade Center, în ciuda invaziilor din Afganistan şi Irak şi a unui vârf al evenimentelor meteorologice extreme, perioada de la sfârşitul anului 2001 până la mijlocul anului 2007 a fost caracterizată de o expansiune financiară susţinută. Într-adevăr, consecinţa imediată a atacului de la 11 septembrie a fost că indicele Dow Jones a scăzut cu 14%. Totuşi, în numai două luni şi ceva, a revenit la nivelul de dinainte de 11 septembrie. Ba mai mult, deşi 2002 a fost un an nefavorabil pentru investiţiile de capital în Statele Unite, piaţa a evoluat mai departe, depăşind punctul culminant precedent (din perioada maniei tranzacţiilor de pe internet) în toamna lui 2006. La începutul lui octombrie 2007 indicele Dow Jones a ajuns dublu faţă de minimul celor trei ani precedenţi. Nici performanţele bursei de valori americane nu au fost excepţionale. În cei cinci ani de dinainte de 31 iulie 2007 toate pieţele de capital, în afară de două, au reuşit să înregistreze un randament anual de două cifre. Obligaţiunile de pe piaţa emergentă au crescut şi ele puternic şi pieţele imobiliare, mai ales în ţările vorbitoare de limbă engleză, au cunoscut o remarcabilă apreciere valorică. Investitorii au făcut bani indiferent dacă şi-au investit banii în mărfuri, opere de artă, vinuri de colecţie sau instrumente financiare garantate prin active exotice.

Şi care era explicaţia acestor minuni? După una dintre şcolile de gândire, ultimele inovaţii financiare aduseseră îmbunătăţiri fundamentale în eficientizarea pieţei globale de capital, ceea ce a permis ca riscurile să fie asumate doar de cei care şi le puteau permite. Entuziaştii vorbeau de moartea volatilităţii. Unii bancheri mulţumiţi de ei ţineau conferinţe cu subiecte de genul „Evoluţia excelenţei". În noiembrie 2006 am participat şi eu la una dintre aceste conferinţe, organizată în luxoasa şi exclusivista zonă rezidenţială Lyford Cay din Bahamas. Tema discursului meu era că nu peste mult timp va avea loc o scădere drastică a lichidităţilor care în acel moment se revărsau în cascade prin sistemul financiar mondial şi că ar trebui să fim precauţi atunci când socotim că vremurile bune vor ţine la infinit. Dar cei care mă ascultau nu au fost deloc impresionaţi. Am fost ignorat, fiind socotit un alarmist. Unul dintre investitorii cu cea mai mare experienţă a mers chiar mai departe, sugerându-le organizatorilor ca „în anul următor să se renunţe cu totul la astfel de vorbitori din afara cercului de iniţiaţi – mai bine ne uităm la *Mary Poppins*"[6]. Totuşi, invocarea numelui Mary Poppins mi-a trezit nişte amintiri din copilărie. Fanii actriţei Julie Andrews poate îşi mai aduc aminte că subiectul nemuritorului film muzical se

* E grăitor faptul că numărul absolventelor a crescut de la 2,3% la 3,4%. Stăpânii universului deocamdată le depăşesc ca număr pe stăpâne.

învârtea în jurul unui eveniment financiar care, în momentul conferinței, părea cu totul demodat: o retragere masivă a depozitelor din bănci – adică o bulucеală a deponenților pentru a-și retrage banii, scenă care nu s-a mai văzut la Londra din 1866.

Numele familiei care apelează la Mary Poppins este – și nu din întâmplare – Banks. Domnul Banks e într-adevăr bancher, funcționar de rang superior la Dawes, Tomes Mousley, Grubbs, Fidelity Fiduciary Bank. Într-una din zile, la insistențele sale, copiii familiei Banks sunt aduși de dădaca lor să viziteze banca, unde domnul Dawes Sr. recomandă ca Michael, fiul domnului Banks, să-și depună cei doi penny, bani de buzunar, într-un cont la bancă. Din nenorocire, junele Michael preferă să-și cheltuiască bani pe grăunțe pentru porumbeii din fața băncii și-i cere insistent domnului Dawes: „Dați-mi-i înapoi! Dați-mi banii înapoi!". Colac peste pupăză, niște clienți ai băncii aud și ei cererea insistentă a lui Michael. Drept rezultat, aceștia încep să-și retragă banii. Curând o grămadă de deponenți fac același lucru, forțând banca să-și suspende plățile. Domnul Banks este, evident, demis, ceea ce îl face să se plângă tragic că a fost „împins la ruină și nenorocire în floarea vieții". Aceste cuvinte ar fi putut fi rostite și de Adam Applegarth, fostul director executiv al băncii britanice Northern Rock, care a avut aceeași soartă în septembrie 2007, atunci când clienții săi s-au îmbulzit la filiale să-și retragă depozitele. Aceasta se întâmpla după anunțul că Northern Rock solicită o „facilitate de trezorerie" din partea Băncii Angliei.

Criza financiară care a lovit lumea occidentală în vara lui 2007 a readus în actualitate unul dintre adevărurile perene ale istoriei finanțelor: orice bulă, mai devreme sau mai târziu, se sparge. Mai devreme sau mai târziu vor fi mai mulți vânzători care socotesc că valoarea acțiunilor va scădea decât cumpărători care cred că valoarea lor va crește. Mai devreme sau mai târziu lăcomia se transformă în spaimă. Pe când încheiam documentarea pentru această carte, la începutul anului 2008, se simțea că economia Statelor Unite poate intra în recesiune. Un an mai târziu, în vreme ce revizuiam această introducere pentru ediția paperback, economia americană era în mod evident afectată de cea mai gravă recesiune de la începutul anilor 1980, cu șanse mari de a intra într-o criză prelungită. Să fi fost din pricină că, poate, companiile americane își concepeau mai prost noile produse? Sau ritmul inovațiilor tehnologice se poticnise brusc? Nu. Cauza imediată a recesiunii economice din 2008-2009 era de natură financiară: mai precis, determinată de un șoc din interiorul sistemului de credite provocat de numărul tot mai mare de întârzieri la plata ratelor în domeniul unui tip de îndatorare cunoscut eufemistic sub numele credite ipotecare substandard. Sistemul nostru financiar mondial devenise atât de încâlcit, încât familii relativ sărace, din Alabama până în Wisconsin, reușiseră să-și cumpere sau să-și reipotecheze casele cu niște credite foarte complicate care (fără ca aceștia să aibă știință) au fost puse la grămadă cu alte credite asemănătoare, redefinite ca obligațiuni cu împrumut colateralizat (CDO) și vândute de bănci din New York și Londra către (printre alții) bănci regionale germane și autorități municipale norvegiene care, astfel, deveneau creditorii ipotecari de fapt. Aceste obligațiuni cu împrumut colateralizat fuseseră atât de alambicate, încât s-a ajuns să se poată pretinde că o tranșă din plata dobânzilor efectuată de debitorii inițiali constituia un flux de venit la fel de sigur ca dobânda unui titlu de stat american pe zece ani și deci putea fi socotită demnă de ratingul AAA, atât de râvnit. Acest sistem a împins alchimia financiară la un nivel și mai ridicat de sofisticare, părând să transforme plumbul în aur curat.

Totuși, când ipotecile inițiale se calculau la o dobândă mai ridicată, după ce perioada de „grație" de un an sau doi s-a încheiat, debitorii au început să nu mai plătească. La rândul său, această situație semnala că bula din domeniul imobiliar din Statele Unite se spărgea, determinând cea mai abruptă scădere în prețul caselor din anii 1930 încoace. Ceea ce a urmat semăna cu o lentă reacție în lanț care în ultimă instanță va fi devastatoare.

Tot felul de instrumente financiare garantate prin active, intre care şi o mulţime de instrumente care nu erau sprijinite de credite imobiliare substandard, şi-au pierdut brusc din valoare. Instituţii precum societăţile intermediare şi vehiculele investiţionale structurate, create de bănci pentru a păstra aceste instrumente financiare în afara bilanţurilor contabile ale băncilor, s-au confruntat cu dificultăţi majore. Când băncile au preluat aceste instrumente financiare, rapoartele dintre activele şi capitalul lor au crescut vertiginos. Băncile centrale din Statele Unite şi Europa au încercat să mai diminueze presiunea exercitată asupra băncilor prin reducerea dobânzilor şi oferirea unor imprumuturi în cadrul special al unor „facilităţi temporare de adjudecare". Totuşi, la momentul în care scriam acestea, în mai 2008, dobânzile la care băncile puteau împrumuta bani, fie prin emiterea unor efecte comerciale, fie prin vânzarea de obligaţiuni sau împrumutându-se una pe alta, au rămas mult peste rata-ţintă oficială a dobânzii la fondurile federale, rata minimă a dobânzii în economia SUA. Împrumuturi care iniţial fuseseră menite să finanţeze cumpărarea unor corporaţii de către societăţi cu capital privat au putut fi vândute doar la un preţ mult mai mic. După ce au înregistrat pierderi enorme, multe dintre cele mai serioase bănci din Statele Unite şi Europa au fost nevoite nu numai să apeleze la băncile centrale europene pentru ajutor pe termen scurt pentru a-şi reconstitui rezervele, ci şi la fonduri suverane de investiţii din Asia şi Orientul Mijlociu pentru injecţii de capital pentru a-şi reconstitui capitalul de bază. Dar la începutul anului 2008 investitorii străini îşi pierdeau interesul pentru stocurile bancare al căror preţ scădea în mod constant.

Privind retrospectiv, tranziţia de la o criză a creditelor ipotecare substandard la o criză financiară globală de proporţii a durat, în mod surprinzător, destul de mult. Deşi preţurile imobiliarelor din Statele Unite începuseră să scadă încă din ianuarie 2007, piaţa de valori a continuat să crească până în luna octombrie a acelui an. Până şi în mai 2008 indicele 500 Standard and Poor's era cu doar 10% mai mic decât vârful anului precedent. Deşi Biroul Naţional de Cercetare Economică a afirmat că recesiunea începuse în decembrie 2007, consumatorii americani erau într-o fază de negare atât de profundă, încât nu şi-au redus cheltuielile decât în al treilea trimestru al anului 2008. Şi abia după fatidica lună septembrie din 2008 a luat sfârşit „Marea Represiune", iar criza americană s-a transformat într-o criză a globalizării, provocând scăderi dramatice în exporturile economiilor asiatice şi europene şi făcând să plesnească bula preţurilor unor bunuri precum petrolul, care se vindea şi cu 133 de dolari barilul.

Cum s-a putut întâmpla aşa ceva? Cum au putut nişte oameni care câştigau zeci de milioane să piardă zeci de miliarde? Cum a putut o administraţie republicană să naţionalizeze Federal National Mortgage Association (Fannie Mae), Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mae) şi American International Group, colosul asigurărilor? Mai presus de toate, cum a putut o criză de pe piaţa americană a ipotecilor să precipite nu numai o recesiune americană, ci şi una mondială? Pentru a răspunde la aceste întrebări, trebuie să înţelegeţi cel puţin şase fenomene financiare distincte, dar interrelaţionate.

1. Cum au ajuns atât de multe bănci americane şi europene să aibă balanţe atât de dezechilibrate – altfel spus, cum de au ajuns să datoreze şi să împrumute atât de mult faţă de baza lor de capital?
2. Cum au ajuns diferite tipuri de datorii, inclusiv ipotecile şi cărţile de credit, să fie „securitizate", adică puse laolaltă şi apoi împărţite în diverse tipuri de instrumente financiare asemănătoare obligaţiunilor?
3. Cum au ajuns politicile monetare ale băncilor centrale să se concentreze asupra unei definiţii foarte restrânse a inflaţiei, ignorând potenţialul risc al bulelor preţurilor acţiunilor şi, mai târziu, ale preţurilor imobiliarelor?

4. Cum a părăsit industria asigurărilor, în frunte cu uriaşa firmă americană AIG, tradiţionala acoperire de risc, intrând pe piaţa instrumentelor financiare derivate, vânzând efectiv protecţie împotriva riscurilor financiare extrem de incerte?
5. De ce politicienii de pe ambele maluri ale Atlanticului au încercat să mărească procentul familiilor care deţin propriile case, folosind o varietate de stimulente pentru a lărgi piaţa ipotecilor?
6. Ce a convins guvernele asiatice şi mai ales pe cel al Republicii Populare Chineze să finanţeze deficitul actual al Statelor Unite acumulând trilioane de dolari în rezerve internaţionale?

Unora dintre cititori toate acestea s-ar putea să li se pară de neînţeles. Cu toate acestea, raportul dintre capitalul unei bănci şi activele sale, în ciuda faptului că sună foarte tehnic, nu e doar o chestiune de interes academic. La urma urmei, o „contractare puternică" în sistemul bancar al Statelor Unite a fost, pe bună dreptate, socotită principalul vinovat pentru izbucnirea şi evoluţia Marii Depresiuni dintre anii 1929 şi 1933, cel mai cumplit dezastru economic din istoria modernă[7]. Aşadar, un scop al acestei cărţi este de a-i oferi cititorului nespecialist o introducere în finanţe şi mai ales în istoria financiară. E un fapt bine stabilit că o mare parte a publicului din ţările de limbă engleză nu ştie nimic despre finanţe. Conform unui sondaj din 2007, patru din zece americani care deţin cărţi de credit nu plătesc întreaga sumă necesară în fiecare lună pentru cardul pe care-l folosesc cel mai des, în ciuda ratei extrem de ridicate a dobânzilor pe care le percep pentru asta companiile cardului de credit. Aproape o treime (29%) dintre cei interogaţi au spus că habar nu au care e rata dobânzilor pentru cardul pe care-l au. Alţi 30% au pretins că această rată e sub 10%, când în realitate majoritatea companiilor ce eliberează cărţi de credit îi taxează cu mult peste 10%. Mai bine de jumătate dintre respondenţi au declarat că la şcoală nu au învăţat „prea mult" sau „chiar deloc" despre aspectele financiare[8]. O anchetă realizată în 2008 a scos la iveală că două treimi dintre americani nu ştiu cum funcţionează o dobândă compusă[9]. În cadrul unui sondaj făcut de nişte cercetători de la University of Buffalo's School of Management, un grup reprezentativ de elevi din ultima clasă de liceu au obţinut doar un scor de 52% la o serie de întrebări despre problemele financiare şi economice personale[10]. Doar 14% au priceput că acţiunile pot genera un profit mai mare în 18 ani decât obligaţiunile guvernamentale. Mai puţin de 23% ştiau că impozitul pe venit se aplică şi pe dobânda unui cont de economii dacă venitul titularului de cont este destul de consistent. Iar 59% habar nu aveau de diferenţa dintre pensia primită de la o companie, asigurările sociale şi un plan 401(k)*.

Iar acesta nu e un fenomen specific doar Statelor Unite. În 2006, Autoritatea britanică a serviciilor financiare a făcut un sondaj privind cultura financiară a populaţiei care a dezvăluit că una din cinci persoane habar nu avea care este efectul asupra puterii de cumpărare a economiilor lor la o rată a inflaţiei de 5% şi la o rată a dobânzilor de 3%. Un respondent din zece nu a ştiut să spună care e cel mai avantajos discount la un televizor de 250 de lire sterline: 30 de lire sterline sau 10%. Aşa cum demonstrează aceste exemple destul de clar, întrebările puse în chestionarele sondajului se refereau la probleme banale. Deci e normal să presupunem că numai câţiva dintre cei intervievaţi ar fi fost în stare să

---

* Planul 401(k) a fost introdus în 1980 ca o formă de plan de pensii cu contribuţie fixă. Angajaţii pot alege să plătească o parte din salariul lor sau aceasta să fie transferată în contul 401(k). Apoi li se oferă posibilitatea de a alege felul în care vor fi investiţi acei bani. Cu puţine excepţii, nu se plătesc nici un fel de taxe până în momentul în care se retrag banii.

explice diferența dintre o opțiune „de vânzare" și una „de cumpărare", de exemplu, și cu atât mai puțin diferența dintre CDO și CDS.

Politicienii, funcționarii din băncile centrale, oamenii de afaceri se plâng mereu de cât de ignorant este publicul în materie de bani – și pe bună dreptate. O societate care se așteaptă ca majoritatea cetățenilor să-și asume responsabilitatea administrării propriilor cheltuieli și venituri după impozitare, care doar speră că majoritatea adulților vor deține în proprietate casa în care locuiesc și lasă la latitudinea acestor cetățeni să hotărască apoi cât anume să economisească pentru perioada de pensionare și dacă să-și facă o asigurare de sănătate sau nu – ei bine, acea societate și-a sădit singură sămânța unor viitoare necazuri pentru că îi lasă pe cetățenii ei atât de puțin pregătiți să ia decizii financiare înțelepte. Într-adevăr, cred că criza actuală poate fi explicată într-o anumită măsură prin necunoașterea istoriei financiare – și nu numai de către oamenii obișnuiți. Nici „stăpânii universului" nu au acordat prea multă atenție lecțiilor trecutului, preferând să-și pună speranțele în modele matematice complicate care s-au dovedit a fi zei falși.

Primul pas către înțelegerea complexităților instituțiilor și terminologiei financiare moderne e să înțelegem de unde provin acestea. Numai înțelegând originea unei instituții sau a unui instrument financiar vom pricepe mai ușor rolul său în prezent. În consecință, elementele-cheie ale sistemului financiar modern sunt introduse pe rând. Primul capitol al cărții urmărește ascensiunea banilor și a creditului, al doilea piața obligațiunilor, al treilea bursa de valori. Capitolul 4 relatează povestea asigurărilor, capitolul 5 se axează pe piața imobiliară, iar capitolul 6 – ascensiunea, prăbușirea și iar ascensiunea finanțelor internaționale. Fiecare capitol se referă la un aspect istoric cheie. Când au încetat banii să mai fie de metal și au devenit de hârtie, pentru ca apoi să dispară cu totul? E adevărat că, stabilind ratele dobânzilor pe termen lung, piața obligațiunilor domină lumea? Care e rolul jucat de băncile centrale în inflația prețurilor bursiere și spargerea acestor bule? De ce asigurările nu constituie în mod necesar cel mai bun mijloc de a te proteja de riscuri? Exagerează oamenii beneficiile investițiilor în imobiliare? Și este interdependența Chinei și Statelor Unite cheia stabilității financiare mondiale sau e doar o himeră?

Mi-am asumat, fără îndoială, o sarcină imposibilă atunci când mi-am propus să acopăr toată istoria financiară începând din Mesopotamia până la microfinanțarea modernă. A fost nevoie ca numeroase aspecte să fie omise, pentru mai multă concizie și simplificare. Dar încercarea pare să merite dacă reușește să-l familiarizeze mai bine pe cititorul neavizat cu fiscalitatea modernă.

Scriind această carte, am învățat și eu o mulțime de lucruri, dar în mod deosebit trei aspecte. În primul rând, faptul că sărăcia nu e rezultatul exploatării săracilor de către finanțiștii lacomi. Aceasta este cauzată mai ales de *lipsa* unor instituții financiare, de absența unor bănci, și nu de prezența lor. Doar atunci când cei care împrumută au acces la rețele eficiente de creditare, pot scăpa din gheara cămătarilor, și doar atunci când cei care economisesc își pot depune banii în bănci demne de încredere, aceștia pot fi canalizați de la bogații indolenți la săracii harnici. Și asta nu se aplică doar țărilor sărace, ci și cartierelor celor mai sărăcăcioase din țările socotite dezvoltate – Africilor din interiorul lor –, precum mahalaua din Glasgow unde m-am născut eu și unde unii își duc traiul cu doar 6 lire sterline pe zi, pentru toate nevoile lor, de la pasta de dinți la transport, dar unde rata cametei poate ajunge și la un milion la sută pe an.

Cea de-a doua mare revelație pe care am avut-o are legătură cu egalitatea și absența ei. Dacă fiscalitatea are o hibă, aceasta este că reflectă și amplifică esența noastră umană. După cum aflăm din tot mai numeroasele cercetări privind finanțele comportamentale, banii amplifică tendința noastră de a reacționa exagerat, trecând de la exuberanță atunci

când lucrurile merg bine la cea mai adâncă depresie atunci când merg prost. La originea succesului şi prăbuşirii noastre financiare stă caracterul schimbător al emoţiilor noastre. Dar finanţele exacerbează şi diferenţele dintre noi, îmbogăţindu-i pe cei norocoşi şi isteţi, sărăcindu-i pe cei ghinionişti şi nu tocmai isteţi. Globalizarea financiară înseamnă, printre altele, că, după trei sute de ani de divergenţe, lumea nu mai poate fi împărţită în ţări bogate şi dezvoltate şi ţări subdezvoltate şi sărace. Cu cât pieţele financiare ale lumii devin mai integrate, cu atât apar tot mai multe oportunităţi pentru oamenii iniţiaţi în lumea finanţelor, indiferent unde trăiesc aceştia, şi cu atât îi pândesc pe cei neinstruiţi în domeniul financiar mai multe riscuri de a cădea victime. Evident, în ceea ce priveşte distribuţia în ansamblu a veniturilor, pământul nu e plat, pentru că rentabilitatea capitalului a crescut în funcţie de rentabilitatea forţei de muncă necalificată sau slab calificate. Răsplata pentru că „ai dat lovitura" nu a fost niciodată mai mare. Dar nici cei ignoranţi în materie de finanţe nu au avut mai mult de pierdut.

În cele din urmă, am ajuns să înţeleg că aproape nimic nu e mai greu de prezis cu acurateţe decât momentul şi magnitudinea crizelor financiare, pentru că fiscalitatea e într-adevăr atât de complexă şi atât de multe legături intrinsece sunt neliniare, ba chiar haotice. Ascensiunea banilor nu a fost niciodată un proces lin, iar fiecare nouă provocare a determinat un nou răspuns din partea bancherilor şi a altora din aceeaşi tagmă. Precum orizontul din Munţii Anzi, istoria finanţelor nu e o curbă lină spre culmi, ci o linie frântă de piscuri şi văi abrupte. Sau, ca să folosim altă metaforă, istoria finanţelor seamănă cu un clasic exemplu de evoluţie în plină desfăşurare, numai că într-un timp mult mai scurt decât evoluţia din natură. După cum remarca Anthony W. Ryan, secretarul adjunct al Trezoreriei Statelor Unite: „La fel cum în natură unele specii au dispărut, unele noi tehnici de finanţare s-ar putea dovedi că au mai puţin succes decât altele". În vreme ce scriu aceste rânduri, acest limbaj darwinist mi se pare deosebit de potrivit.

Am ajuns oare în pragul unei „ample extincţii" în lumea financiară, una dintre acele perioade de extincţie în masă a speciilor care apar ciclic, precum cea de la sfârşitul erei cambriene, când au dispărut 90% dintre speciile de pe Pământ, sau catastrofa din cretacicul terţiar, care i-a exterminat pe dinozauri? E un scenariu de care au toate motivele să se teamă mulţi biologi, din pricină că schimbările climatice provoacă dezastre în habitatele naturale pretutindeni pe glob. Dar şi sucombarea în masă a instituţiilor financiare constituie un scenariu de care trebuie să ne temem, pentru că un alt dezastru provocat de om se propagă încet şi chinuitor prin tot sistemul financiar mondial. Mai mulţi observatori experimentaţi (nu numai fostul preşedinte al Rezervelor Federale Alan Greenspan, ci şi Henry Paulson, fostul secretar al Trezoreriei) au considerat că actuala criză financiară este „un eveniment care are loc o dată într-un secol". Desigur, după anii 1930 niciodată nu au mai fost ameninţate cu extincţia atât de multe instituţii financiare. Însă acesta nu poate fi folosit drept pretext de către cei care nu au anticipat criza. Istoria ne arată că au loc crize extrem de grave, iar uneori mai des decât o dată pe secol.

Pentru toate aceste motive, n-a fost niciodată mai necesar decât astăzi să înţelegem ascensiunea banilor, indiferent dacă ne zbatem să supravieţuim de la o zi la alta sau să devenim stăpânii universului. Şi înseamnă că nu m-am străduit în van dacă această carte ajută la înlăturarea primejdioasei bariere care s-a interpus între informaţia din lumea finanţelor şi celelalte tipuri de cunoaştere.

Capitolul 1

Visuri de lăcomie

Încercaţi să vă închipuiţi o lume fără bani. Vreme de mai bine de o sută de ani, comuniştii şi anarhiştii, ca să nu mai vorbim de unii reacţionari extremi, fundamentalişti religioşi şi hippy, au visat exact o astfel de lume. După părerea lui Friedrich Engels şi Karl Marx, banii sunt doar un instrument al exploatării capitaliste, care se substituie relaţiilor umane, chiar celor din sânul familiei, neînduratorul *cash nexus**. Aşa cum a încercat mai apoi Marx să demonstreze în *Capitalul*, banii erau rezultatul muncii transformate într-o marfă, plusvaloarea generată prin muncă cinstită, însuşită şi apoi „reificată" pentru a satisface lăcomia insaţiabilă a clasei capitaliste pentru avuţie. Unele idei mor foarte greu. Nu mai departe de anii 1970, nişte comunişti europeni încă aspirau la o lume fără bani, aşa cum declarau în această efuziune utopică din *Standardul socialist*:

> Banii vor dispărea... Aurul va putea fi păstrat, în concordanţă cu dorinţa lui Lenin, pentru construcţia closetelor publice... În societăţile comuniste bunurile vor fi puse la dispoziţie gratuit. Organizarea societăţii, până în străfundurile sale, va exista fără bani... Dorinţa frenetică şi nevrotică de a consuma şi a acumula va dispărea. Va fi cu totul absurd să vrei să acumulezi lucruri: nu vor mai exista bani pe care să-i ţii în buzunar şi nici salariaţi pe care să-i angajezi. Noii oameni vor semăna cu strămoşii lor vânători şi culegători care aveau încredere in natura care le furniza fără nici un ban şi din belşug tot ceea ce le trebuia ca să trăiască şi nu aveau grija zilei de mâine...[1]

Cu toate acestea, nici un stat comunist – nici măcar Coreea de Nord – nu a găsit cu cale că este util să se lipsească de bani[2]. Şi chiar şi un contact superficial cu societăţi reale de vânători şi culegători sugerează inferioritatea modului de viaţă in care nu există bani.

În urmă cu cinci ani, membrii tribului nukak au dorit brusc să părăsească jungla la San José del Guaviare din Columbia. Tribul nukak era unul dintre cele încremenite în timp, izolate de restul umanităţii până când a ieşit la iveală pe neaşteptate. Băştinaşii aceştia nu aveau nici un fel de noţiuni cu privire la bani, trăind doar din vânatul maimuţelor şi fructele pe care le culegeau. Evident, nu aveau nici conceptul de *viitor*. În prezent îşi duc traiul într-un luminiş din apropierea oraşului şi se bazează pe sprijin din partea statului. Dacă îi întrebi dacă le este dor de junglă, râd. După generaţii la rând care s-au chinuit zi de zi să caute hrană, sunt şi acum uluiţi că nişte străini le oferă tot ceea ce au nevoie fără să le ceară nimic în schimb[3].

---

* Noţiune introdusă de Thomas Carlyle şi preluată de Karl Marx – reducerea tuturor relaţiilor umane la schimbul de bani (n.tr.).

După cum afirma Thomas Hobbes în legătură cu starea naturală, viaţa unui vânător-culegător este într-adevăr „singuratică, sărmană, perversă, brutală şi scurtă". În anumite privinţe, cu siguranţă că e de preferat o viaţă în care umbli prin junglă şi îţi umpli traista cu maimuţe faţă de truda grea a agriculturii de subzistenţă. Dar antropologii au demonstrat că multe din triburile de vânători-culegători care au supravieţuit până în vremurile moderne erau mai puţin paşnice decât nukak. De exemplu, aproape 60% dintre bărbaţii care făceau parte din populaţia shuar din Ecuador aveau parte de o moarte violentă. Iar proporţia celor din tribul brazilian yanomamo era de aproape 40%. Când două grupuri de membri ai unor astfel de triburi primitive se întâlneau din întâmplare, se pare că mai degrabă se luptau pentru resursele insuficiente (hrană şi femei fertile) decât să facă schimburi comerciale. Vânătorii-culegători nu stau să facă comerţ. Ei jefuiesc. Nu se apucă să facă economii, consumă hrana imediat ce fac rost de ea. În concluzie, nu au nevoie de bani.

Muntele de bani

E adevărat că au existat societăţi mult mai sofisticate decât nukak care au funcţionat fără bani. Acum cinci sute de ani, în cea mai complexă societate din America de Sud, Imperiul Incas, nu se foloseau banii. Incaşii apreciau calităţile estetice ale metalelor rare. Aurul era „sudoarea soarelui", argintul „lacrimile lunii". Munca era unitatea de valoare în Imperiul Incas, exact aşa cum mai târziu se presupunea că va fi în societatea comunistă. Şi, la fel ca în comunism, economia depindea în mare măsură de planificarea severă de la centru şi de munca forţată. În 1532, Imperiul Incas a fost totuşi îngenuncheat de un om care, la fel ca şi Cristofor Columb, venise în Lumea Nouă exact cu scopul de a căuta şi a transforma în monedă metalul preţios*.

Francisco Pizarro, fiul nelegitim al unui colonel spaniol, a traversat în 1502 Atlanticul ca să-şi caute norocul[4]. Unul dintre primii europeni care au traversat istmul Panama, ajungând până la Pacific, şi a condus prima dintre cele trei expediţii din Perú în 1524. S-a confruntat cu un teren greu accesibil, mâncarea era pe sponci, iar primii indigeni întâlniţi s-au dovedit a fi ostili. Cu toate acestea, primirea de care au avut parte în regiunea Tumbes la cea de-a doua expediţie, când băştinaşii i-au salutat ca pe „copiii soarelui", i-a convins pe Pizarro şi pe tovarăşii săi să continue. După ce s-a întors în Spania ca să obţină aprobarea regelui pentru planul său „de a extinde Imperiul Castiliei"**, în calitate de „guvernator în Peru", Pizarro a constituit o forţă formată din trei nave, douăzeci şi şapte de cai şi optzeci de oameni, dotaţi cu cel mai nou armament din Europa : arme de foc şi arbalete[5]. Această a treia expediţie a ridicat pânzele în Panama pe 27 decembrie 1530. Acestor cuceritori aspiranţi le-a luat aproape doi ani pentru a-şi atinge ţinta : confruntarea cu Atahualpa, unul dintre cei doi fii care se luptau pentru tron după moartea recentă a împăratului incas Huayna Capac. După ce a refuzat oferta călugărului Vicente de Valverde de a trece la religia creştină şi a aruncat cu dispreţ Biblia pe jos, Atahualpa a urmărit neputincios cum spaniolii, bazându-se mai ales pe groaza pe care o inspirau caii lor

---

* Conchistadorii veniseră în căutare şi de aur, şi de argint. Prima aşezare întemeiată de Columb, La Isabela din insula Hispaniola (acum Republica Dominicană), a fost înfiinţată pentru exploatarea zăcămintelor locale de aur. El a crezut, de asemenea, că a găsit acolo şi argint, dar mai apoi au fost descoperite doar cantităţi neînsemnate în mostrele de minereu de aur pe care Columb şi oamenii săi le-au adus în Spania.

** De la căsătoria lui Ferdinand cu Isabela, în 1474, până în secolul al XVIII-lea, ţara pe care o numim Spania a constituit, practic, unificarea a două regate : Aragon şi Castilia.

(animale necunoscute până atunci incaşilor), i-au anihilat armata. A fost o lovitură uluitoare, dat fiind că erau cu totul depăşiţi numeric de incaşi[6]. Curând şi-a dat seama şi Atahualpa care era scopul urmărit de Pizarro şi a încercat să-şi răscumpere libertatea oferindu-se să umple încăperea unde era ţinut prizonier cu aur (o dată) şi cu argint (de două ori). În total, în lunile care au urmat, incaşii au adunat 13.420 de livre de aur de 22 de carate şi 26.000 de livre de argint pur[7]. Dar Pizarro era hotărât să-şi execute prizonierul, care a fost sugrumat în public în august 1533[8]. Odată cu căderea oraşului Cuzco, Imperiul Incas a fost sfâşiat de orgia jafurilor spaniolilor. În ciuda unei revolte conduse de incasul Manco Capac, presupusă marionetă a spaniolilor, dominaţia spaniolilor s-a înstăpânit neclintită, fiind simbolizată de construirea noii capitale, Lima. Oficial, imperiul a fost dizolvat în 1572.

Şi Pizarro a avut parte de o moarte la fel de violentă ca viaţa pe care a dus-o, fiind înjunghiat în 1541, după o ceartă cu unul dintre ceilalţi conchistadori. Dar moştenirea pe care a lăsat-o coroanei spaniole a depăşit în cele din urmă chiar şi visurile sale. Conchistadorii au fost incitaţi de legenda despre Eldorado, un rege indian despre care se credea că la sărbători îşi acoperea trupul cu pulbere de aur. În zona pe care oamenii lui Pizarro au numit-o Perú de Sus, un ţinut dezolant, muntos şi dominat de ceţuri, unde cei neobişnuiţi cu altitudinile mari sunt siliţi să se chinuie să respire, aceştia au găsit ceva la fel de valoros. Cerro Rico – însemnând, literal, Culmea Comorilor –, muntele nefiresc de simetric, cu un vârf semeţ de 4.782 de metri (15.689 de picioare deasupra nivelului mării), era întruchiparea celor mai ameţitoare idei despre bani : un munte întreg din argint masiv. Când un indian pe nume Diego Gualpa a descoperit cele cinci mari filoane de argint, în 1545, a schimbat istoria economică a lumii[9].

Incaşii nu înţelegeau setea nepotolită de aur şi argint care-i stăpânea pe europeni. Manco Capac se plângea că, „nici dacă toată zăpada Anzilor s-ar preschimba în aur, tot nu i-ar putea sătura"[10]. Incaşii nu aveau cum să înţeleagă, deoarece pentru oamenii lui Pizarro argintul însemna mai mult decât un metal decorativ şi strălucitor. Acesta putea fi transformat în bani : o unitate de cont, o rezervă de valoare – o putere la purtător.

Pentru a exploata minele, spaniolii i-au plătit la început pe locuitorii satelor din împrejurimi. Dar condiţiile de muncă erau atât de grele, încât de la sfârşitul secolului al XVI-lea a fost nevoie de introducerea unui sistem de muncă silnică (*la mita*) prin care bărbaţii cu vârste între 18 şi 50 de ani din regiunile de munte erau condamnaţi să muncească acolo şaptesprezece săptămâni pe an[11]. Rata mortalităţii în rândul minerilor era îngrozitoare, în mare măsură din pricina faptului că erau permanent expuşi vaporilor de mercur produşi în urma extragerii argintului prin amalgamare, procedeu în cadrul căruia minereul de argint era amestecat cu mercur, apoi spălat şi încălzit pentru a elimina mercurul[12]. Aerul din puţuri era (şi este şi acum) toxic, iar minerii trebuiau să coboare în găurile de mină pe cele mai primitive scări, pentru ca, după multe ore de săpat, să urce din nou la suprafaţă cu saci de minereu legaţi în spinare. Sute de mineri erau ucişi sau schilodiţi de căderile de pietre. Domingo de Santo Tomás declara că noul oraş Potosí, epicentrul goanei după argint, era „o gură a iadului, prin care intrau în fiecare an o mulţime de oameni ce erau sacrificaţi de lăcomia spaniolilor «zeului» lor". Rodrigo de Loaisa numea aceste mine „puţurile infernului", arătând că, dacă luni intrau „douăzeci de indieni sănătoşi, sâmbătă jumătate dintre ei ieşeau schilodiţi"[13]. După cum spunea călugărul augustinian Antonio de la Calancha în 1638, „pentru fiecare peso scos din Potosí şi-au dat viaţa zece indieni care au murit în hăurile minelor". Când mâna de lucru indigenă a fost epuizată, au fost aduşi mii de sclavi din Africa pentru a fi folosiţi pe post de „catâri umani". Chiar şi azi puţurile şi galeriile de la Cerro Rico seamănă a iad.



Cerro Rico, la Potosí: muntele de bani al Imperiului Spaniol

Potosi, care a îmbogățit brusc Spania, a fost locul unde și-au aflat moartea cei siliți să trudească acolo. Între 1556 și 1783, din „muntele comorilor" s-au scos 45.000 de tone de argint curat transformat în lingouri și monede la Casa de Moneda (monetăria) și expediat la Sevilla. În ciuda aerului rarefiat și a climei aspre, Potosí a devenit curând unul dintre cele mai importante orașe din Imperiul Spaniol, cu o populație între 160.000 și 200.000 de

locuitori în perioada sa de apogeu, mai mare decât cele mai multe oraşe europene de la acea vreme. *Valer un Potosí*, „a valora cât un Potosí", e o expresie spaniolă care şi astăzi înseamnă a fi bogat. Se pare să tărâmurile cucerite de Pizarro au făcut coroana spaniolă mai bogată decât în visurile sale de lăcomie.

Banii, e inutil să mai argumentăm, sunt un mijloc de plată, ce are avantajul de a elimina ineficienţele trocului, o unitate de cont care uşurează evaluarea şi calculul, o unitate care permite efectuarea unor tranzacţii comerciale pe perioade îndelungate şi, de asemenea, la mare distanţă. Pentru a împlini toate aceste funcţii în mod optim, banii trebuie să fie disponibili, uşor de procurat, durabili, fungibili, uşor de transportat şi fiabili. Deoarece îndeplinesc multe dintre aceste criterii, metale precum aurul, argintul, bronzul au fost socotite vreme de sute de ani materia primă ideală pentru bani. Cele mai vechi monede datează din 600 î.e.n. şi au fost descoperite de arheologi în templul zeiţei Artemis de la Efes (lângă Izmir, pe teritoriul actual al Turciei). Aceste monede lidiene ovulare, care erau făcute dintr-un aliaj de aur şi argint numit *electrum* şi care aveau imprimată imaginea unui cap de leu, erau strămoaşele tetradrahmei ateniene, monedă de argint standardizată cu imaginea zeiţei Atena pe o faţă şi aceea a unei bufniţe pe avers (asociată cu zeiţa datorită presupusei înţelepciuni a păsării). Pe vremea romanilor, monedele erau confecţionate din trei metale diferite: *aureus* (din aur), *denarius* (din argint) şi *sestertius* (din bronz), ordonate astfel ca valoare în funcţie de raritatea metalului în chestiune, dar toate având imprimate efigia împăratului din perioada respectivă pe o faţă şi figurile legendare ale lui Romulus şi Remus pe cealaltă. În Antichitate nu se foloseau monedele doar în zona mediteraneeană, dar, cu siguranţă, aici au apărut pentru prima dată. În China a fost introdusă o monedă standardizată de bronz abia în anul 221 î.e.n., de „primul împărat", Qin Shi Huangdi. De fiecare dată, monedele erau asociate cu puternicul suveran care monopoliza monetăria unde se bătea moneda, în parte şi pentru a o folosi drept sursă de venit.

Sistemul monetar roman a supravieţuit Imperiului Roman. Preţurile au continuat să fie exprimate în dinari de argint chiar şi pe vremea lui Carol cel Mare, regele francilor între 768 şi 814. Problema era că, atunci când Carol cel Mare a fost încoronat ca *Imperator Augustus*, în anul 800, era o penurie cronică de argint în vestul Europei. Pe pieţele din centrele comerciale mult mai dezvoltate ale imperiului islamic, care domina sudul Mediteranei şi Orientul Apropiat, era o cerere şi mai mare de bani, aşa încât preţiosul metal se scurgea printre degetele înapoiatei Europe. Pe vremea lui Carol cel Mare dinarul era atât de rar, încât 24 de dinari îţi ajungeau ca să cumperi o vacă. În unele părţi ale Europei, se foloseau ca monedă de schimb ardei şi piei de veveriţă, în altele *pecunia* ajunsese să însemne pământ mai degrabă decât bani. Europenii aveau două soluţii pentru această problemă. Puteau exporta mână de lucru şi mărfuri, oferind sclavi şi cherestea în schimbul argintului la Bagdad sau al aurului african la Cordoba şi Cairo. Sau puteau jefui metalul preţios pornind la război împotriva lumii musulmane. Cruciadele, ca şi cuceririle ulterioare, au avut drept motivaţie în mai mare măsură lipsa de bani decât scopul de a-i creştina pe păgâni[14].

Cruciadele erau costisitoare şi câştigul net destul de modest. Amplificând şi mai mult dificultăţile monetare, guvernele din perioada medievală şi cele de la începuturile epocii moderne nu au reuşit să găsească o soluţie la ceea ce economiştii au numit marea problemă a mărunţişului: dificultatea de a stabili relaţii durabile între monedele bătute în diferite metale, ceea ce ducea la o perpetuă lipsă de monede de valoare mică pe piaţă, acestea fiind, în plus, mereu afectate de devalorizare şi depreciere[15]. În consecinţă, conchistadorii

păreau să fi înlăturat un mare obstacol, care dăinuia de secole, atunci când au descoperit argint din belşug la Potosí şi în alte locuri din Lumea Nouă (în special la Zacatecas, în Mexic). Beneficiara imediată a fost, bineînţeles, monarhia castiliană, care îi sponsorizase pe conchistadori. Convoaiele de nave – până la o sută la vremea respectivă – care transportau peste Atlantic şi câte 170 de tone de argint pe an ancorau la Sevilla. A cincea parte din tot ceea ce se producea era rezervată coroanei, acoperind 44% din totalul cheltuielilor casei regale în perioada de vârf de la sfârşitul secolului al XVI-lea[16]. Dar felul în care erau cheltuiţi banii a făcut ca acum bogăţia nou-descoperită de Spania să ofere întregului continent un stimulent monetar. „Piesa de opt reali" spaniolă, bazată pe talerul german (de la care s-a format, mai târziu, termenul dolar), a devenit prima monedă cu adevărat globală, nu doar finanţând nesfârşitele războaie pe care le purta Spania în Europa, ci contribuind şi la dezvoltarea rapidă a comerţului dintre Europa şi Asia.

Cu toate acestea, nici tot argintul din Lumea Nouă nu a fost în stare să îngenuncheze rebela Republică Olandeză, nu a reuşit să aducă Anglia sub dominaţia coroanei spaniole şi nu a izbutit să salveze Spania de un inexorabil declin economic şi de un declin al imperiului. Aidoma regelui Midas, monarhii spanioli din secolul al XVI-lea, Carol al V-lea şi Filip al II-lea, au descoperit că o avalanşă de metal preţios poate fi în aceeaşi măsură o binecuvântare şi un blestem. Motivul? Au scos din măruntaiele pământului atât de mult argint pentru a-şi finanţa războaiele de cucerire, încât metalul propriu-zis s-a devalorizat dramatic – adică în ceea ce priveşte puterea sa de cumpărare vizavi de alte mărfuri. În timpul aşa-numitei „revoluţii a preţurilor", care a afectat Europa din anii 1540 până în anii 1640, preţul alimentelor – care nu mai cunoscuseră un trend ascendent susţinut de trei sute de ani – a crescut simţitor. În Anglia (ţara pentru care avem cele mai bune date cu privire la preţuri), în aceeaşi perioadă, costul vieţii a crescut cu 7%; astăzi nu e o rată ridicată a inflaţiei (în medie cu 2% pe an), dar după standardele medievale reprezenta o creştere revoluţionară a preţului pâinii. În Spania, abundenţa de argint a reprezentat „un blestem al resurselor", ca abundenţa de petrol pentru Arabia, Nigeria, Persia, Rusia şi Venezuela în vremurile noastre, anulând interesul pentru alte activităţi economice mai productive şi, în acelaşi timp, întărind puterea feudalilor autocraţi în defavoarea organelor reprezentative (în cazul Spaniei, a Cortes-urilor)[17].

Ceea ce nu au reuşit să înţeleagă spaniolii a fost că valoarea metalului preţios nu e absolută. Valoarea banilor se stabileşte în funcţie de ceea ce este dispus să-ţi ofere cineva pentru ei. Creşterea volumului de bani nu face o societate mai bogată, deşi poate îmbogăţi guvernul ce are monopolul asupra producţiei de bani. Dacă nu apar surprize, expansiunea monetară nu face decât să crească preţurile.

În realitate, faptul că în concepţia lumii occidentale banul a fost atâta vreme echivalat cu metalul a fost o simplă întâmplare. În Mesopotamia antică, începând cu aproximativ cinci mii de ani în urmă, se foloseau simboluri din lut pentru a înregistra tranzacţii cu produse agricole, precum orz sau lână, ori pentru a evalua metale precum argintul. Inele, bucăţi sau tăbliţe de argint slujeau şi ele drept monedă de schimb, ca şi cerealele, dar tăbliţele de lut erau la fel de importante, probabil chiar mai importante. S-au păstrat foarte multe, dovedind faptul că atunci când oamenii au început să consemneze în scris ceea ce făceau, nu au făcut-o pentru a scrie cronici istorice, poezie sau filozofie, ci pentru afaceri[18]. Nu poţi să iei în mână aceste instrumente financiare antice fără să fii cuprins de admiraţie. Deşi făcute din cel mai banal lut, au rezistat mai mult decât monedele de argint din monetăria de la Potosí. Una dintre aceste tăbliţe, foarte bine păstrată, din oraşul Sippar (actualul Tell Abu Habbah din Irak) datează din vremea regelui Ammi-Ditana

(1683-1647 î.e.n.) şi arată că purtătorul acesteia trebuia să primească o anumită cantitate de orz la vremea recoltei. O alta, inscripţionată în timpul domniei succesorului său, regele Ammi-Saduqa, porunceşte ca aducătorul acesteia să primească o anumită cantitate de argint la sfârşitul călătoriei[19].

Dacă ideea de bază ne e familiară, aceasta se datorează în parte faptului că o bancnotă modernă îndeplineşte cam aceeaşi funcţie. Citiţi cuvintele magice de pe orice bancnotă emisă de Banca Angliei: „Promit să plătesc aducătorului suma de...". Bancnotele (care îşi au originea în China secolului al VII-lea) sunt de fapt nişte bucăţi de hârtie care nu au aproape nici o valoare intrinsecă. Sunt doar nişte promisiuni de plată (de unde şi desemnarea lor în Occident drept *promissory notes* – bilete la ordin), exact ca tăbliţele de lut din Babilonul antic, de acum patru mii de ani. Pe versoul bancnotei de zece dolari scrie: „În Dumnezeu ne încredem", dar cel în care ne încredem cu adevărat atunci când acceptăm una dintre aceste bancnote ca plată e de fapt succesorul omului de pe aversul bancnotei (Alexander Hamilton – primul secretar al Trezoreriei), care, în momentul când scriu aceste rânduri, se întâmplă să fie Henry M. Paulson Jr., predecesorul lui Lloyd Blankfein în funcţia de director executiv la Goldman Sachs. Când un american acceptă pentru bunurile sau munca lui un pumn de dolari, de fapt el are încredere că „Hank" Paulson (şi, implicit, Ben Bernanke, preşedintele Sistemului de Rezerve Federale) nu va mai repeta greşeala spaniolilor de a produce bancnotele care au ajuns să nu valoreze decât cât face hârtia pe care sunt tipărite.



Tăbliţă de lut din mileniul II î.e.n., Mesopotamia, avers (sus) şi revers (pagina următoare). Inscripţia spune că Amil-Mirra îi va plăti posesorului tăbliţei, la vremea recoltei, 330 de măsuri de orz

În ciuda faptului că puterea de cumpărare a dolarului a scăzut destul de mult în ultimii 50 de ani, astăzi ne mulţumim cu banii de hârtie, ca să nu mai vorbim de monede, care sunt confecţionate din metale comune. Acestea nu sunt rezerve de valoare. Şi mai uimitor este faptul că am ajuns să ne mulţumim cu nişte bani pe care nici nu îi mai vedem. Astăzi banii electronici pot fi transferaţi de la angajator la banca noastră, la magazinele noastre preferate, fără ca aceştia să se mai materializeze fizic. Aceşti bani „virtuali" domină acum ceea ce economiştii numesc masă monetară. Banii lichizi aflaţi în mâinile americanilor de rând înseamnă doar 11% din indicele de măsură a agregatului monetar numit M2. Caracterul intangibil al majorităţii banilor de astăzi dovedeşte, poate, cel mai bine adevărata lor natură. Ceea ce nu au înţeles conchistadorii este că banul înseamnă încredere, chiar credinţă: încredere în persoana care ne plăteşte; încredere în persoana ce emite banii de care se foloseşte sau în instituţiile ce îi onorează cecurile ori ordinele de transfer. Banul nu înseamnă metal. Înseamnă încredere imprimată pe ceva. Şi nici nu pare să contee foarte mult pe ce e imprimată aceasta: pe argint, pe lut, pe hârtie sau pe un monitor cu cristale lichide. Orice poate servi drept bani, de la cochiliile unor scoici din Maldive până la imensele discuri de piatră folosite de locuitorii insulei Yap din Pacific[20]. Iar acum, în era electronicii, se pare că nu mai este nevoie ca banul să se materializeze.



Principala relaţie pe care o cristalizează banul este cea dintre creditor şi debitor. Să ne întoarcem la tăbliţele acelea de lut din Mesopotamia. De fiecare dată, tranzacţiile consemnate pe ele menţionau bunurile care fuseseră împrumutate; tăbliţele erau înscrise şi păstrate de creditor (adesea într-un vas din lut sigilat) pentru a înregistra valoarea datoriei şi data la care trebuia achitată aceasta. Se vede limpede că sistemul de creditare

din Babilon era destul de sofisticat. Datoriile erau transferabile, de unde şi menţiunea „plăteşte aducătorului" în loc de numele creditorului. Cei care depozitau cereale sau alte mărfuri în palatele regale sau temple primeau recipise sau cambii de lut. Cei care împrumutau trebuiau să plătească o dobândă (concept care probabil a fost derivat din sporul natural al turmelor) la o rată destul de ridicată, care adesea ajungea şi până la 20%. Exerciţiile de matematică din timpul domniei lui Hammurabi (1792-1750 î.e.n.) sugerează că, pentru împrumuturile pe termen lung, se percepea un fel de dobândă compusă. Dar temelia pe care se sprijineau toate acestea era credibilitatea subînţeleasă a promisiunii debitorului că va plăti. (Nu întâmplător termenul „credit" provine din latinescul *credo*, care înseamnă „cred".) Periodic, debitorii puteau fi iertaţi – într-adevăr, legile lui Hammurabi prevedeau scutirea de datorii o dată la trei ani –, dar asta nu pare să-i fi împiedicat pe creditorii privaţi şi publici să facă afaceri aşteptându-se să-şi recupereze banii[21]. Dimpotrivă, în Mesopotamia antică tendinţa pe termen lung a fost ca finanţarea privată să se dezvolte. Prin secolul al VI-lea î.e.n., unele familii, precum Egibi din Babilon, s-au afirmat ca mari proprietari de pământuri şi creditori, care aveau interese comerciale chiar şi la Uruk, oraş aflat la peste o sută de mile spre sud, şi în Persia, la est. Miile de tăbliţe de lut din acea perioadă care s-au păstrat sunt o dovadă a numărului mare de oameni care la un moment dat le-au fost datori celor din familia Egibi. Faptul că familia a prosperat vreme de cinci generaţii sugerează că de obicei îşi recupera datoriile.

Nu ar fi chiar corect să spunem că creditul a fost inventat în Mesopotamia antică. Cele mai multe împrumuturi în Babilon nu erau decât nişte simple avansuri din partea unor depozite regale sau religioase. Nu se crea credit în sensul modern al cuvântului, despre care vom discuta în acest capitol. Cu toate acestea, a fost un început important. Dacă nu ar fi existat împrumuturile, istoria economică a lumii noastre nu s-ar mai fi urnit din loc. Şi fără reţeaua tot mai amplă de relaţii dintre creditori şi debitori, economia globală şi astăzi ar stagna. Contrar celebrului cântec din musicalul *Cabaret*, banii nu pun, la propriu, lumea în mişcare, ci pun în mişcare un număr uriaş de oameni, bunuri şi servicii pretutindeni în lume.

E remarcabil cât de târziu şi de ezitant a prins rădăcini ideea de credit chiar în acea zonă a lumii unde a înflorit în mod spectaculos.

Cămătarii

La începutul secolului al XIII-lea nordul Italiei era subîmpărţit în nenumărate oraşe-state aflate în conflict. Printre numeroasele moşteniri ale defunctului Imperiu Roman era şi un sistem numeric (I, II, III, IV...) ciudat de nepotrivit pentru calcule matematice complexe, ca să nu mai vorbim de necesităţile comerţului. Nicăieri problema asta nu era mai stânjenitoare decât în Pisa, unde neguţătorii trebuiau să lucreze cu şapte tipuri de monede diferite. Prin comparaţie, viaţa economică din lumea orientală – din Califatul Abassid sau din China Dinastiei Sung – era cu mult mai avansată decât pe vremea lui Carol cel Mare. Pentru a descoperi finanţele moderne, Europa trebuia să le importe. În acest sens, un rol esenţial l-a jucat tânărul matematician Leonardo da Pisa – sau Fibonacci.

Tânărul Fibonacci, fiul unui funcţionar vamal care deţinea un post în actuala Bejaia din Algeria, fusese fascinat de ceea ce el numea „metoda indiană" în matematici, o combinaţie de descoperiri indiene şi arabe. Introducerea de către el a acestor idei avea să revoluţioneze sistemul de calcul european. În prezent el e amintit pentru şirul recurent,

ce îi poartă numele (0, 1, 1, 2, 3, 5, 8, 13, 21...), în care fiecare număr e suma anterioarelor două, iar raportul dintre un număr şi cel imediat precedent tinde spre *raportul de aur* (1,618). E un tipar care oglindeşte unele dintre proprietăţile repetitive din lumea naturală (de exemplu, în geometria fractală a frunzei de ferigă sau a cochiliei scoicilor)*. Dar şirul lui Fibonacci era doar una dintre numeroasele idei matematice introduse în Europa prin cartea sa deschizătoare de drumuri *Liber Abaci*, „Cartea abacului", pe care a publicat-o în 1202. Aici, cititorul va găsi explicaţia fracţiilor, ca şi conceptul de valoare actuală (valoarea de astăzi a scontului unui flux de venituri viitoare)[22]. Mai importantă decât orice a fost introducerea de către Fibonacci a cifrelor indo-arabe. Nu numai că a adus în Europa sistemul zecimal, care face mult mai uşoare toate tipurile de calcul decât în sistemul cifrelor romane, ci a demonstrat şi că acesta poate fi folosit în evidenţa contabilă, în schimbul valutar şi, foarte important, la calcularea dobânzii. În mod semnificativ, multe dintre exemplele din *Liber Abaci* sunt mai expresive pentru că sunt menţionate ca mărfuri pieile, piperul, brânza, uleiul şi mirodeniile. Matematica va fi aplicată pentru a face bani şi, în mod deosebit, a împrumuta bani. Un exemplu tipic începe aşa :

> Un om a împrumutat 100 de livre unei anumite case [a unui negustor] cu o dobândă lunară de patru dinari şi în fiecare an a primit înapoi 30 de livre. Să se calculeze pentru fiecare an reducerea capitalului cu cele 30 de livre ridicate şi profitul acestora. Să se afle câţi ani, câte luni, câte zile şi câte ore va avea el bani împrumutaţi acelei case...

Centre comerciale italiene precum Pisa, oraşul natal al lui Fibonacci, sau Florenţa, aflată nu departe, s-au dovedit a fi soluri fertile pentru astfel de idei financiare. Însă Veneţia, mai expusă influenţelor orientale, a fost cea care a devenit, mai mult decât celelalte, marele laborator al împrumuturilor. Nu întâmplător cel mai renumit cămătar din literatura occidentală era din Veneţia. Povestea lui dezvăluie obstacolele care vreme de secole au împiedicat transformarea teoriilor lui Fibonacci în practică financiară efectivă. Aceste obstacole nu erau de natură economică sau politică, ci culturale.

Piesa lui Shakespeare *Neguţătorul din Veneţia* se bazează pe o poveste dintr-o carte italiană din secolul al XIV-lea intitulată *Il Pecorone* („Prostul"), o colecţie de povestiri şi istorioare scrise în 1378 de Giovanni Fiorentino. Într-una dintre povestiri se vorbeşte despre o femeie bogată care se căsătoreşte cu un tânăr gentilom integru. Soţul ei are nevoie de bani şi, dornic să-l ajute, un prieten se duce la un cămătar ca să împrumute bani pentru el. Ca şi evreul Shylock, cămătarul cere drept garanţie o livră din carnea acestuia dacă împrumutul nu este restituit la timp. Atunci când Shakespeare a rescris povestea, Shylock, cămătarul evreu, se lasă convins să-i împrumute lui Bassanio, care suferă din dragoste, trei mii de ducaţi, dar numai dacă garantează prietenul său Antonio, neguţătorul. Cum spune Shylock, Antonio e om „bun" – nu că ar fi deosebit un virtuos, dar se bucură de „suficient" credit. Dar Shylock subliniază că e riscant să le împrumuţi bani neguţătorilor (sau prietenilor lor). Navele lui Antonio sunt plecate către porturi îndepărtate, una se îndreaptă spre nordul Africii, alta spre India, a treia spre Mexic, o a patra spre Anglia :

---

* Şirul lui Fibonacci apare în *Codul lui Da Vinci* – cei mai mulţi probabil de acolo au aflat de acesta. Dar acest şir a apărut pentru prima dată sub numele *mātrāmeru* (muntele ritmului), în lucrarea în sanscrită a savantului Pingala.

...averea lui e îndoielnică : o naie se îndreaptă spre Tripoli, o alta spre Indii şi am auzit pe Rialto că o a treia e în Mexic, a patra în Anglia şi mai are şi alte negustorii împrăştiate prin lume. Dar corăbiile-s doar nişte scânduri acolo, iar năierii sunt şi ei doar nişte oameni. Şi, precum există şobolani de uscat, există şi şobolani de apă şi mai sunt şi bandiţi de apă, ca şi bandiţi de uscat, adică vreau să spun piraţi, şi mai pândesc şi alte primejdii ale valurilor şi vânturilor şi stâncilor.

Exact din acest motiv are nevoie de despăgubiri oricine îi împrumută bani unui neguţător, chiar şi numai pe durata unei călătorii pe mare. De obicei numim aceste despăgubiri dobândă : adică suma care i se plăteşte creditorului peste suma împrumutată sau rata de capital. Comerţul exterior de care depindea Veneţia nu s-ar fi putut face dacă finanţatorii acestuia nu ar fi fost despăgubiţi într-un fel pentru că îşi riscau banii pe nişte scânduri şi nişte oameni.

Dar de ce se dovedeşte Shylock a fi aşa un ticălos, cerând, la propriu, o livră de carne – adică moartea lui Antonio – dacă acesta nu va putea să-şi onoreze obligaţiile ? Răspunsul rezidă, bineînţeles, în faptul că Shylock e unul dintre numeroşii cămătari din istorie care aparţin unei minorităţi etnice. Pe vremea lui Shakespeare, evreii ofereau credit comercial în Veneţia de aproape un secol. Îşi desfăşurau afacerile în faţa unei clădiri numite cândva Banco Rosso, stând la nişte măsuţe – *tavule* –, pe băncuţe – *banci*. Dar Banco Rosso se afla într-un ghetou înghesuit, destul de departe de centrul oraşului.

Exista un motiv serios pentru care neguţătorii veneţieni trebuiau să vină în ghetoul evreilor dacă voiau să împrumute bani. Să dai bani cu camătă era un păcat, din punctul de vedere al creştinilor. Zarafii – cei care împrumutau bani cu camătă – fuseseră excomunicaţi de la Conciliul Lateran III în 1179. Fusese condamnată drept erezie de Conciliul de la Viena din 1311-1312 chiar şi afirmaţia că nu era păcat să faci cămătărie. Zarafii creştini trebuiau să plătească despăgubiri Bisericii ca să poată fi îngropaţi în pământ sfinţit. Îi detestau mai ales ordinele franciscanilor şi dominicanilor, înfiinţate în 1206 şi 1212 (exact după publicarea lucrării lui Fibonacci *Liber Abaci*). Nu trebuie subestimată puterea acestui tabu, deşi pe vremea lui Shakespeare nu mai era chiar aşa de sever[23].

În domul (catedrala) din Florenţa există o frescă a lui Domenico di Michelino care îl reprezintă pe marele poet florentin Dante Aligheri ţinând în mână *Divina Comedie*. Aşa cum şi-a imaginat Dante în cântul XVII din capodopera sa, în al şaptelea cerc al Infernului există o zonă rezervată special cămătarilor :

Prin ochi zvâcnea durerea lor afară ;
iar mâinile, drept scut, mereu le mişcă
de-aprinsa ţărnă jos, iar sus de pară,

cum face vara câinele morişcă
acum din labe,-acum din botul lui,
când muşte-ori purici ori tăuni îl pişcă.

La mulţi privirea ţintă mi-o ţinui
pe-obrajii copţi de crâncena lor plagă
şi nu-i puteam cunoaşte, dar văzui

că toţi aveau la gât câte-o desagă,
distincte-având-şi semnul şi factura,
iar ei păreau c-o sorb din ochi de dragă*.

---

* *Divina Comedie*, în traducerea lui George Coşbuc, ediţie îngrijită şi comentată de Ramoro Ortiz, Polirom, Iaşi, 2000, p. 169 (n.tr.).

Nici evreilor nu li se îngăduia să împrumute bani cu camătă. Dar în Deuteronomul din Vechiul Testament există o portiţă convenabilă : „Celui de alt neam să-i dai cu camătă ; iar fratelui tău să nu-i dai cu camătă". Cu alte cuvinte, un evreu are, legal, dreptul să-i împrumute bani unui creştin, dar nu şi altui evreu. Preţul plătit era excluziunea socială. În 1492 evreii fuseseră alungaţi din Spania. Alături de mulţi *conversos* (convertiţi) portughezi, evreii care erau siliţi să se creştineze conform decretului din 1497 s-au refugiat în Imperiul Otoman. Din Constantinopol şi alte porturi otomane au stabilit apoi relaţii comerciale cu Veneţia. Prezenţa evreilor în Veneţia datează din 1509, când evreii din Mestre s-au refugiat din pricina războiului Ligii din Cambrai. La început administraţia oraşului nu a fost de acord să-i accepte pe refugiaţi, dar curând s-a dovedit că aceştia pot fi o sursă utilă de bani şi servicii financiare, întrucât puteau fi siliţi să plătească taxe şi să dea bani cu împrumut[24]. În 1516 autorităţile veneţiene i-au cantonat pe evrei într-o zonă anume din oraş care fusese utilizată ca topitorie şi care a ajuns să fie numită *ghetto nuovo* (*getto* însemnând „turnare"). Acolo erau obligaţi să stea închişi în timpul nopţii şi de sărbătorile creştine. Cei care rămâneau în Veneţia mai mult de două săptămâni trebuiau să poarte pe spate un O galben sau să aibă o pălărie ori un turban galben (mai târziu stacojiu)[25]. Dreptul de şedere era limitat la o anumită perioadă stabilită pe baza unor *condotte* (autorizaţii) reînnoite o dată la cinci ani[26]. S-a ajuns la o învoială similară în 1541 şi cu unii evrei din România, cărora li s-a acordat dreptul de a se stabili în altă enclavă, *ghetto vecchio*. La 1590 în Veneţia erau aproximativ 2.500 de evrei. În ghetou s-au ridicat clădiri de şapte etaje pentru a-i găzdui pe nou-veniţi.

În secolul al XVI-lea, situaţia evreilor din Veneţia a fost condiţionată şi vulnerabilă. Când a izbucnit războiul dintre Veneţia şi Imperiul Otoman, în 1537, Marele Consiliu veneţian a ordonat sechestrarea proprietăţilor „turcilor, ale evreilor şi ale altor supuşi turci". Un alt război, care a avut loc între 1570 şi 1573, a dus la arestarea tuturor evreilor şi confiscarea averilor lor, dar după restabilirea păcii aceştia au fost eliberaţi şi averile restituite[27]. Pentru a evita repetarea acestor experienţe, evreii au înaintat o petiţie cârmuirii veneţiene prin care cereau să li se garanteze libertatea în eventualitatea oricărui altui război. Au avut norocul de a fi reprezentaţi de Daniel Rodriga, un negustor evreu de origine spaniolă, care s-a dovedit a fi un negociator deosebit de eficient. Zapisul pe care a reuşit să-l obţină în 1589 le acorda tuturor evreilor statutul de supuşi ai Veneţiei şi le îngăduia să se implice în negoţul cu Levantul – privilegiu de mare valoare – şi să-şi practice religia în mod deschis. Totuşi, se mai păstrau unele restricţii importante. Nu li se îngăduia să se organizeze în bresle sau să practice comerţul cu amănuntul, motiv pentru care trebuiau să se limiteze la serviciile financiare, iar toate aceste privilegii puteau fi revocate cu un preaviz de 18 luni. În calitate de cetăţeni, evreii aveau acum mai multe şanse de succes în faţa unui tribunal din Veneţia decât avusese Shylock. De exemplu, în 1623, Leon Voltera l-a dat în judecată pe Antonio della Donna, care garantase pentru un cavaler ce împrumutase ceva de la Voltera şi apoi se făcuse nevăzut. În 1636-1637, a reapărut totuşi ameninţarea cu expulzarea după un scandal de mituire a judecătorilor în care au fost implicaţi nişte evrei[28].

Deşi e o operă de ficţiune, povestea lui Shylock nu e cu totul desprinsă de realitatea din Veneţia. Piesa lui Shakespeare ilustrează, într-adevăr, destul de corect trei puncte principale ale procesului de creditare de la începuturile epocii moderne : dreptul creditorului de a impune dobânzi exorbitante în perioada în care pieţele creditelor erau în formare ; importanţa tribunalelor în rezolvarea disputelor financiare fără a se recurge la violenţă ; dar mai ales vulnerabilitatea creditorilor aparţinând minorităţilor în faţa reacţiei violente

a debitorilor care făceau parte din majoritatea etnică. Căci în final, desigur, Shylock e înfrânt. Deşi tribunalul îi recunoaşte dreptul de a cere livra de carne, legea îi interzice să verse sângele lui Antonio. Iar pentru că este venetic, conform legii, îşi pierde toate bunurile şi chiar şi viaţa pentru că a pus la cale uciderea unui creştin. Nu scapă decât botezându-se. Toţi trăiesc fericiţi până la adânci bătrâneţi – mai puţin Shylock.

Neguţătorul din Veneţia ridică întrebări profunde despre economie şi antisemitism. De nu se întâmplă mereu ca datornicii să nu îşi achite datoriile faţă de creditori – mai ales atunci când creditorii aparţin unei minorităţi etnice nu tocmai simpatizate? De ce cei de teapa lui Shylock nu pierd întotdeauna?

Cămătarii, ca şi sărmanii care le cad victimă, sunt pretutindeni în jurul nostru. Prosperă în estul Africii, de exemplu. Dar nu e nevoie să călătorim în ţările în curs de dezvoltare pentru a înţelege cum funcţionează sistemul primitiv al cămătăriei. Conform unui raport din 2007 al Ministerului Comerţului şi Industriei, aproximativ 165.000 de familii din Marea Britanie apelează la cămătari ilegali, împrumutând în total până la 40 de milioane de lire sterline anual, dar plătind de trei ori mai mult. Pentru a înţelege de ce cămătarii sunt aproape întotdeauna antipatizaţi, indiferent de apartenenţa lor etnică, nu e nevoie decât să faceţi o vizită în oraşul meu natal, Glasgow. Cartierele sărace din East End sunt de multă vreme cuiburi al cămătarilor. În cartiere ca Shettleston, unde au trăit bunicii mei, vezi obloane metalice la ferestrele locuinţelor dărăpănate şi graffiti sectare în refugiile staţiilor de autobuz. Cândva, viaţa economică din Shettleston gravita în jurul veniturilor muncitorilor de la turnătoriile Boyd. Acum se învârte în jurul ajutoarelor de şomaj. Speranţa de viaţă a bărbaţilor din Shettleston e de aproximativ 64 de ani, cu 13 ani mai puţin decât media din Marea Britanie şi egală cu cea din Pakistan, ceea ce înseamnă că un nou-născut de sex masculin nu va trăi teoretic destul de mult pentru a-şi primi pensia de la stat.

Astfel de zone defavorizate din Glasgow constituie terenuri de vânătoare perfecte pentru cămătari. În cartierul Hillington, Gerard Law a fost vreme de 20 de ani cămătarul numărul unu. „Biroul" său era taverna Argosy din Paisley Road West, unde îşi petrecea cea mai mare parte a zilelor lucrătoare, deşi nu bea niciodată alcool. Sistemul lui Law era simplu. Cei care împrumutau bani trebuiau să-i dea în schimb carnetul de ajutor social sau cardul de la Oficiul Poştal şi el îşi nota pe caiet termenii tranzacţiei. Atunci când intra în cont ajutorul de şomaj, Law îi restituia datornicului cardul şi aştepta să-şi încaseze dobânda. Caietul pe care îşi nota împrumuturile era destul de primitiv : nota de-a valma tranzacţii în care se repetau aceleaşi 20 sau 30 de nume, alături de care erau trecute sume mai mari sau mai mici : „Al Bărbosul 15", „Jibber 100", „Bernadett 150", „Caffy Piticu 1.210". Rata standard a dobânzii pe care o cerea Law clienţilor săi era îngrozitoare : 25% pe săptămână. În mod obişnuit, clienţi de teapa lui Al Bărbosul împrumutau câte zece lire sterline şi îi returnau 12,50 lire (rata de capital plus dobânda) o săptămână mai târziu. Adesea, clienţii lui Law nu puteau să-i restituie la timp împrumutul, ceea ce nu este de mirare când unii trebuiau să supravieţuiască cu doar 5,90 lire pe zi. Aşa că se împrumutau iar. Curând unii clienţi ajungeau să-i datoreze sute sau chiar mii de lire. Nu trebuie să mire rapiditatea cu care erau prinşi în capcana datoriilor. 25% pe săptămână înseamnă peste 11 milioane la sută dobândă compusă pe an.

Pe termen foarte lung, rata dobânzilor în Europa tinde să scadă. Atunci de ce unii britanici plătesc astăzi dobânzi de opt cifre la împrumuturi mărunte? Acestea sunt, desigur, un tip de împrumuturi pe care trebuie să fii nebun să nu refuzi să le plăteşti. Dar

pe unii dintre clienţii lui Law nu prea îi ducea capul. Şi totuşi, existau, evident, motive pentru care şi clienţii normali socoteau că nu era bine să nu îşi respecte angajamentele faţă de el, indiferent cât de exorbitante erau pretenţiile acestuia. Ziarul The *Scotsman* relata : „Din cauza reputaţiei sale, multe dintre victimele lui erau îngrozite de ceea ce ar fi riscat dacă nu îi plăteau la timp", deşi nu e foarte clar dacă Law a recurs vreodată la violenţă[29]. În spatele oricărui cămătar pândeşte o ameninţare implicită.



Arestarea unui cămătar : Gerard Law este dus de ofiţeri din Unitatea de urmărire a cămătăriei ilegale din cadrul poliţiei din Glasgow

E uşor să-i condamnăm pe cămătari ca fiind imorali şi chiar infractori. Pentru comportamentul său, Gerard Law a fost condamnat la zece luni de închisoare. Dar trebuie să încercăm să înţelegem motivaţia economică a acţiunilor sale. În primul rând, a reuşit să profite de faptul că nici o instituţie financiară importantă nu le-ar fi acordat credite şomerilor din Shettleston. În al doilea rând, Law a trebuit să fie neîndurător şi lacom tocmai pentru că puţinii săi clienţi erau în fapt foarte înclinaţi să nu-şi mai plătească datoriile. Dificultatea fundamentală cu care se confruntă un cămătar e că face afaceri la o scară mult prea redusă pentru a-şi îngădui să accepte rate mici ale dobânzii. Dar dobânzile mari cresc probabilitatea ca oamenii să nu mai plătească, astfel încât doar intimidarea garantează plata datoriilor. Atunci cum au învăţat cămătarii să depăşească acest conflict fundamental : dacă sunt prea generoşi, atunci pierd bani, dacă sunt prea duri, precum Gerard Law, oamenii cheamă poliţia ?

Răspunsul e simplu : dezvoltându-şi afacerea cât mai mult şi devenind cât mai puternici.

Naşterea sistemului bancar

Shylock nu a fost, cu siguranţă, singurul cămătar care a descoperit slăbiciunea inerentă a creditorului, mai ales atunci când creditorul e de alt neam. La începutul secolului al XIV-lea, lumea finanţelor din Italia era dominată de trei case florentine : Bardi, Peruzzi şi Acciaiuoli. Toate trei au fost falimentate în anii 1340 ca rezultat al faptului că doi dintre principalii lor clienţi, regele Edward al IV-lea al Angliei şi regele Robert al Neapolelui, nu au plătit ce datorau. Dar, dacă aceasta ilustrează slăbiciunea potenţială a cămătarilor, ascensiunea casei Medici ilustrează exact contrariul : puterea lor potenţială.

Poate nici o altă familie nu şi-a lăsat amprenta mai puternic asupra unei epoci ca familia Medici asupra Renaşterii. Familia Medici a dat doi papi (Leon al X-lea şi Clement al VII-lea), două regine ale Franţei (Caterina şi Maria), trei duci (de Florenţa, de Nemours şi de Toscana). Iar istoria lor a fost scrisă, aşa cum se cuvenea, de Niccolò Machiavelli, cel mai mare teoretician al puterii politice. Cei din această familie au făcut mecenat, sprijinind o întreagă pleiadă de genii, de la Michelangelo la Galilei. Iar moştenirea lor arhitectonică uluitoare îi înconjoară şi astăzi pe cei care vizitează Florenţa. Să ne amintim doar de vila Cafaggiolo, mânăstirea San Marco, bazilica San Lorenzo şi palatele spectaculoase ocupate de ducele Cosimo de Medici la mijlocul secolului al XVI-lea : fostul palat Pitti, Palazzo Vecchio, redecorat, şi noile clădiri de „oficii" (Uffizi) ale oraşului, cu curţile lor amplasate de-a lungul fluviului Arno[30]. Dar care au fost originile acestei splendori ? De unde au apărut banii cu care au fost plătite capodopere precum *Naşterea lui Venus* de Sandro Botticelli ? Răspunsul e simplu : cei din familia Medici se ocupau cu schimbul valutar, fiind membri ai breslei zarafilor (*Arte de Cambio*). Au ajuns să fie numiţi bancheri (*banchieri*) pentru că, la fel ca evreii din Veneţia, îşi desfăşurau negoţul stând, la propriu, pe nişte bănci, în spatele unor măsuţe, în plină stradă. Prima bancă (un termen mai propriu ar fi dugheană) Medici era amplasată lângă palatul Cavalcanti, la intersecţia actualelor Via dia Porta Rossa şi Via dell'Arte della Lana, la o aruncătură de băţ de principala piaţă de lână din Florenţa.

S-ar putea argumenta, pe bună dreptate, că, înainte de anii 1390, cei din familia Medici erau mai degrabă bandiţi decât bancheri : un clan mărunt, renumit mai mult prin violenţa sa de joasă speţă decât printr-o activitate în domeniul marii finanţe. Între 1343 şi 1360 nu mai puţin de cinci membri ai familiei Medici au fost condamnaţi la moarte pentru crime capitale[31]. Apoi a apărut Giovanni di Bicci de Medici. Şi-a stabilit drept ţel să transforme familia Medici într-o familie respectabilă. Şi, prin muncă asiduă, un trai cumpătat şi calcule făcute cu grijă, a reuşit.

În 1385 Giovanni a ajuns patronul sucursalei din Roma a băncii conduse de ruda sa, Vieri di Cambio de Medici, un cămătar din Florenţa. La Roma şi-a clădit Giovanni reputaţia de zaraf. În multe privinţe papalitatea era clientul ideal, mai ales datorită diverselor monede care intrau şi ieşeau din sipetele Vaticanului. După cum am văzut, era o perioadă în care circulau diferite tipuri de monede, unele din aur, altele din argint, altele chiar din metale comune, aşa încât negoţul cu ţări îndepărtate sau plata impozitului în aceste ţinuturi erau foarte mult complicate de necesitatea de a converti o monedă în alta. Dar Giovanni a intuit că ar avea mai multe şanse in oraşul său natal, Florenţa, unde s-a întors în 1397. În 1420, când i-a transferat controlul asupra băncilor fiului său mai mare, Cosimo, îşi dezvoltase sucursale ale băncii la Veneţia şi la Roma ; altele au fost înfiinţate mai apoi la Geneva, Pisa, Londra şi Avignon. Giovanni obţinuse şi cote-părţi la două daracuri din Florenţa.



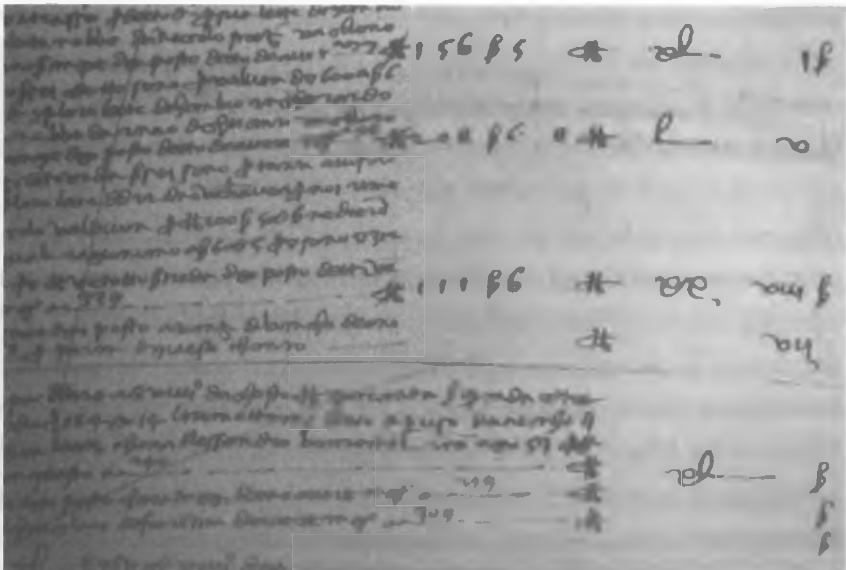
Un bancher pe banca lui : Quentin Massys, *Cămătarul și soția sa* (1514)

La începuturile afacerilor familiei Medici o importanță deosebită aveau cambiile (*cambium per literas*), care se dezvoltaseră în Evul Mediu ca mijloc de finanțare a negoțului[32]. Dacă un neguțător îi datora altuia o sumă ce nu putea fi plătită în bani gheață decât după ce se încheia o tranzacție, câteva luni mai târziu, creditorul putea să tragă o trată asupra unui debitor și apoi fie s-o folosească ca mijloc de plată la rândul său, fie să obțină bani cu reducere, pe baza ei, de la un bancher dispus să acționeze ca broker. Chiar dacă imputarea dobânzii era condamnată de Biserică drept camătă, nimic nu îl împiedica pe un negustor să obțină profituri din astfel de tranzacții. Cam asta era esența afacerilor familiei Medici. Nu existau cecuri ; instrucțiunile erau transmise prin viu grai și înscrise în registrele băncii. Nu exista dobîndă ; deponenților li se inmânau niște *discrezione* (proporțional cu profitul anual al firmei) drept compensație pentru faptul că își riscau banii[33].

Libro segreto – literal, *„cartea secretă"** – a lui Giovanni di Bicci de Medici aruncă o lumină fascinantă asupra propășirii familiei[34]. În parte, aceasta era pur și simplu povestea unei contabilități meticuloase. După standardele moderne, acestea aveau, bineînțeles,

* Sintagma era folosită pentru registre în care erau consemnate câștigul și profiturile, ca și anumite ințelegeri sau contracte importante. Celelalte registre ținute de familia Medici erau *libro di*

anumite imperfecţiuni. Bancherii Medici nu foloseau sistematic metoda dublei înregistrări, deşi aceasta era cunoscută la Genova încă din anii 1340[35]. Cu toate acestea, cercetătorul modern nu poate să nu fie impresionat de acurateţea şi precizia cu care erau înregistrate conturile în banca Medici. În arhive se află şi unele dintre primele balanţe ale băncii Medici, cu rezervele şi depozitele aranjate frumos într-o parte (ca pasive sau *vostro*) şi împrumuturile către clienţi sau cambiile comerciale în cealaltă parte (active sau *nostro*). Nu cei din familia Medici au inventat aceste tehnici, dar ei le-au aplicat pe scară mai largă decât până atunci în Florenţa. Dar adevăratul secret al succesului familiei Medici a fost nu atât amploarea, cât diversificarea. În vreme ce băncile italiene de dinainte fuseseră nişte structuri monolitice, care puteau să cadă din pricina unui singur datornic ce refuza să plătească, banca Medici era constituită din mai multe societăţi ce erau legate între ele, fiecare bazându-se pe un contract anume, renegociat cu regularitate. Directorii de sucursale nu erau nişte simpli angajaţi, ci asociaţi secundari care erau remuneraţi cu o parte din beneficii. Tocmai această descentralizare a permis băncii Medici să devină atât de profitabilă. Cu un capital în 1402 de circa 20.000 de florini şi cel mult 17 angajaţi, a înregistrat un profit de 151.820 de florini între 1397 şi 1420, adică în jur de 6.326 de florini pe an, cu o rată a rentabilităţii financiare de 32%. Numai sucursala din Roma înregistra curând profituri de peste 30%[36]. Dovada că sistemul funcţiona se află în dosarele fiscale ale Florenţei, unde sunt înregistrate pagină după pagină activele lui Giovanni di Bicci, totalizând 91.000 de florini[37].



Detaliu dintr-un registru mare al Băncii Medici

În 1429, când Giovanni se afla pe patul de moarte, ultimele sale cuvinte către moştenitorii lui au fost să menţină standardele perspicacităţii sale financiare. La înmormântarea sa au fost prezenţi 26 de oameni cu numele Medici, toţi aducându-i un omagiu celui care a reuşit prin forţe proprii să devină *capo della casa*. La momentul în care Pius al II-lea

entrata-uscita (registrul de venituri şi cheltuieli) şi *libro dei debitori e creditori* (registrul cu debitori şi creditori).

a devenit papă, în 1458, fiul lui Giovanni, Cosimo de Medici, reprezenta în fapt statul florentin. Cum spunea însuşi papa: „Pricinile politice sunt soluţionate în casa lui. Cel pe care-l alege el ajunge la putere... El decide pacea şi războiul şi stăpâneşte legea... El este rege în toate, mai puţin cu numele". Suveranii străini erau sfătuiţi să comunice personal cu el şi să nu îşi piardă timpul abordând pe altcineva din Florenţa. Istoricul florentin Francesco Guicciardini nota: „Avea o faimă cum pesemne nu a mai avut nici un supus de la căderea Romei până în zilele noastre". Unul dintre cele mai populare portrete pictate de Botticelli – reprezentând un tânăr de o frumuseţe izbitoare – era de fapt menit a fi un omagiu adus unui bancher mort. Efigia de pe medalia din portret e a lui Cosimo de Medici, înconjurat de inscripţia *pater patriae* – „părintele patriei". În momentul în care Lorenzo Magnificul, nepotul lui Cosimo, prelua banca, în 1469, fostul clan Soprano devenise clanul Corleone – ba chiar mai mult. Şi totul se baza pe sistemul bancar.

Dar tabloul lui Botticelli *Adoraţia magilor* demonstrează, mai mult decât orice altceva, transfigurarea finanţelor pe care au înfăptuit-o cei din familia Medici. La o examinare atentă, toţi cei trei magi sunt din familia Medici: bătrânul care îi spală picioarele pruncului Iisus e Cosimo; mai jos şi puţin la dreapta sunt cei doi fii ai săi, Piero (în costum roşu) şi Giovanni (în alb). În această pictură sunt reprezentaţi şi Lorenzo (în veşmânt albastru) şi Giuliano, care stă cu mâna pe spadă. Tabloul a fost comandat de şeful Breslei Bancherilor ca omagiu adus familiei. Ar fi trebuit probabil să se cheme mai degrabă *Adoraţia familiei Medici*. Bancherii, care cândva fuseseră damnaţi, erau acum aproape de divinitate.

Subjugarea Republicii florentine de către o familie de bancheri superbogaţi a atras, bineînţeles, şi opoziţie. Între octombrie 1433 şi septembrie 1434 Cosimo şi mulţi dintre susţinătorii săi au fost exilaţi la Veneţia. În 1478 fratele lui Lorenzo, Giuliano, a fost asasinat în încercarea brutală a familiei Pazzi de a pune capăt dominaţiei familiei Medici. Banca a avut şi ea de suferit din pricină că Lorenzo a neglijat afacerile în favoarea politicii. Asociaţi care conduceau sucursalele, precum Francesco Sassetti din Avignon sau Tommaso Portinari din Bruges, au devenit mult mai puternici şi mai puţin supravegheaţi. Banca a devenit tot mai dependentă de atragerea depozitelor; câştigurile din negoţ şi din schimbul valutar au devenit mai nesigure. Au început să se facă greşeli costisitoare, cum ar fi împrumuturile acordate de sucursala din Bruges lui Carol Temerarul, ducele de Burgundia, sau de sucursala din Londra regelui Edward al IV-lea, împrumuturi care nu au fost restituite în întregime. Pentru a menţine firma pe linia de plutire, Lorenzo a fost nevoit să deturneze fondul Monte delle Dote (un fel de fond mutual din care se plătea zestrea fetelor de măritat)[38]. În cele din urmă, în 1494, în haosul invaziei armatei franceze, familia a fost alungată şi toate proprietăţile sale confiscate şi lichidate. Predicatorul dominican Girolamo Savonarola, acuzând familia Medici de nenorocirile oraşului, a cerut un purificator „rug al vanităţilor", chemare ce şi-a găsit ecou când o gloată a invadat Palazzo Medici şi a ars majoritatea registrelor băncii. (Şi acum se mai văd urme negre de arsură pe documentele care s-au păstrat.) După cum spusese chiar Lorenzo într-un cântec compus de el în anii 1470: „Dacă ai norocul să fii fericit, bucură-te/ Fiindcă nu ştii ce o să-ţi aducă ziua de mâine".

Şi totuşi, confruntată cu instigatorul Savonarola şi gloata de plebei drept alternativă la dominaţia familiei Medici, elita celor bogaţi din Florenţa a încercat un sentiment de nostalgie după magnifica familie. În 1537 Cosimo de Medici (cel Tânăr, care avea pe atunci 17 ani) a fost chemat la Florenţa, iar în 1579 a fost creat titlul de mare duce de Toscana. Linia ducală a dăinuit mai bine de două secole, până în 1743. Aşa-numitele *palle*

în formă de monede de pe blazonul familiei Medici au menirea de a reaminti mereu originile familiei.

Deşi mai încercaseră şi alţii înaintea lor, cei din familia Medici au fost primii bancheri care au făcut tranziţia de la succesul financiar la statutul de putere ereditară. Au reuşit pentru că au învăţat o lecţie esenţială : în cazul finanţelor, puţin înseamnă adesea frumos. Reuşind să-şi facă banca mai mare şi mai diversificată decât oricare altă instituţie financiară anterioară, au descoperit o modalitate de a diminua riscurile. Iar implicându-se în schimburile valutare, nu doar în activităţi de creditare, şi-au redus vulnerabilitatea la rău-platnici.

Sistemul bancar italian a devenit modelul pentru acele naţiuni nord-europene care aveau să înregistreze cel mai remarcabil succes comercial în veacurile următoare, mai ales pentru olandezi şi englezi, dar şi pentru suedezi. Noul val de inovaţii financiare va porni din Amsterdam, Londra şi Stockholm, acolo unde au apărut pentru prima oară instituţiile care au precedat băncile centrale moderne. În secolul al XVII-lea au fost înfiinţate trei noi instituţii distincte care, fiecare în felul ei, erau menite să îndeplinească atât o funcţie financiară privată, cât şi una publică. Banca de Schimburi din Amsterdam (*Wisselbank*) a început să funcţioneze din 1609 pentru a rezolva problemelele practice ale negustorilor create de circulaţia unei multitudini de monede diferite în Provinciile Unite, unde existau nu mai puţin de 14 monetării, precum şi cantităţi impresionante de monede străine. Prin faptul că le-a permis neguţătorilor să-şi deschidă conturi într-o monedă standardizată, Banca de Schimburi a iniţiat sistemul de cecuri şi debitări sau transferuri directe care pentru noi astăzi sunt la ordinea zilei. Aceasta a permis încheierea tot mai multor tranzacţii comerciale fără a mai fi nevoie ca sumele implicate să se materializeze în monede reale. Un comerciant putea face o plată către altul doar aranjând ca din contul său la bancă să se achite debitul şi să se crediteze contul partenerului[39]. Limitările acestui sistem erau generate de faptul că Banca de Schimburi păstra depozitele la vedere în proporţie de aproape 100%. Chiar şi prin 1760, când depozitele sale erau evaluate la 19 milioane de florini, rezervele sale de metal erau de peste 16 milioane. Aşadar, era, practic, imposibil ca banca să rămână în imposibilitatea de a face plăţi, pentru că dispunea de suficienţi bani lichizi pentru a-i satisface pe aproape toţi deponenţii, chiar dacă, din anumite motive, toţi ar fi vrut să-şi lichideze depozitele în acelaşi timp. Fără îndoială că, din acest punct de vedere, banca era sigură, numai că sistemul împiedica exercitarea funcţiei sale principale din perspectiva actuală, şi anume acordarea de credit.

Abia peste aproape jumătate de secol, la Stockholm, după ce s-a înfiinţat Stockholms Banco, în 1657, s-a depăşit această barieră. Deşi îndeplinea aceleaşi funcţii ca şi olandeza *Wisselbank*, Banco era menită să fie şi *Lanebank*, însemnând că se implica în activtăţi de creditare, dar facilita şi plăţile comerciale. Pentru că a împrumutat sume mai mari decât rezervele de metal preţios deţinute, se poate spune că această bancă a deschis calea pentru ceea ce mai târziu avea să se numească sistem bancar de rezerve fracţionare, valorificând faptul că banii lăsaţi în depozit le puteau fi împrumutaţi cu profit altor debitori. Întrucât era foarte improbabil ca deponenţii să-şi ceară în masă banii, doar o fracţiune din banii acestora trebuia păstrată ca rezervă în bancă la un moment dat. Pasivele băncii deveneau astfel depozitele (pentru care plătea dobândă) plus rezervele sale (din care nu putea încasa dobânzi) ; activele deveneau creditele (din care putea încasa dobânzi).

A treia mare inovaţie a secolului al XVII-lea a apărut la Londra prin fondarea Băncii Angliei în 1694. Fondată iniţial pentru a susţine statul în finanţarea războiului (prin conversia unei părţi din datoriile guvernului în acţiuni ale băncii), Băncii Angliei i s-au

acordat o seamă de privilegii distincte. Începând din 1709 a fost singura căreia i s-a permis să funcționeze ca bancă de depuneri (vezi capitolul 3) ; iar din 1742 i s-a asigurat poziția dominantă în emisiunea de bancnote, o formă distinctă de bilete la ordin care nu aducea dobânzi, menite a facilita plățile fără ca nici una din părțile implicate în tranzacție să aibă conturi curente.

Pentru a înțelege forța acestor trei inovații, studenții din anul întâi la masterat în administrarea afacerilor de la Harvard Business School joacă un joc simplificat cu banii. Jocul începe cu o bancă centrală fictivă care îi plătește unui profesor, în numele statului căruia i-a oferit servicii de consultanță foarte eficiente, suma de 100 de dolari. Profesorul duce bancnotele la o bancă operată fictiv de unul dintre studenții săi și își face acolo un depozit, primind un formular de depozit. Presupunând, pentru simplificarea operațiunilor, că banca funcționează pe principiul unei rezerve de 10% (ceea ce înseamnă că dorește să mențină la 10% raportul dintre rezerve și totalul obligațiilor), aceasta depune zece dolari la banca centrală și restul de 90 de dolari îi împrumută unuia dintre clienții săi. Până să se decidă ce să facă cu banii, clientul îi depune la altă bancă. Și această bancă are aceeași regulă a rezervelor de 10%, așa că depune nouă dolari la banca centrală și restul de 81 de dolari îi împrumută altui client. După mai multe tranzacții de acest fel, profesorul cere clasei să calculeze creșterea masei monetare. Aceasta îi îngăduie să introducă două dintre definițiile esențiale ale teoriei monetare moderne : M0 (indice numit și bază monetară sau *numerar în circulație*), care este egal cu totalul obligațiilor băncii centrale, adică lichiditățile plus rezervele băncilor din sectorul privat aflate în depozitul băncii centrale ; M1 (numit și masă monetară în sens restrâns), care este egal cu numerarul în circulație plus depozitele la vedere. În momentul în care banii au fost depuși în trei bănci ale studenților, M0 este egal cu 100 de dolari, însă M1 este egal cu 271 de dolari (100 + 90 + 81 de dolari), demonstrând limpede, deși într-un mod exagerat de simplificat, felul în care sistemul bancar modern cu rezerve fracționare permite acordarea de credit și deci a banilor.

Apoi profesorul îl ia prin surprindere pe primul student, cerându-i cei 100 de dolari. Studentul trebuie să apeleze la rezervele proprii și să-i ceară celui de-al doilea student plata sumei pe care i-a împrumutat-o, declanșând un efect de domino care face ca M1 să se contracte la fel de repede cum a crescut. Acest exemplu ilustrează pericolul unei retrageri masive dintr-o bancă. Cum prima bancă nu avea decât un singur deponent, cererea lui de a-și retrage banii înseamnă o sumă de zece ori mai mare decât rezervele sale. E limpede că supraviețuirea primului bancher depindea de capacitatea sa de a cere plata sumei împrumutate clientului său, care, la rândul lui, e nevoit să-și retragă întregul depozit din a doua bancă, și așa mai departe. Când au acordat aceste împrumuturi, bancherii ar fi trebuit să se gândească mai bine cât de ușor puteau să-și recupereze banii – de fapt, în esență, o întrebare despre lichiditatea împrumutului.

Trebuie să reținem că definițiile masei monetare au o trăsătură oarecum arbitrară. Unele includeau în M1 și cecurile de călătorie. La M2 se adaugă conturile de economii, depozitele pe piața monetară și certificatele de depozit. M3 e și mai cuprinzător, incluzând și depozitele la termen ale Statelor Unite pe piețe offshore și operațiuni repo între bănci și alți intermediari financiari. Nu trebuie să ne împiedicăm în detalii. Important de reținut e faptul că însăși natura banilor a evoluat și s-a transformat profund într-un mod deosebit de semnificativ odată cu răspândirea în lumea occidentală (a) a tranzacțiilor intrabancare și interbancare prin virament, (b) a sistemului bancar cu rezerve fracționare și (c) a monopolurilor băncilor centrale asupra emisiunii de bancnote. De acum încolo natura banilor nu a mai fost înțeleasă în sensul în care o înțelegeau spaniolii în secolul al XVI-lea,

adică sub forma unui metal preţios care este extras din pământ şi topit şi din care se bat monede. Acum banii reprezentau suma globală a diferitelor forme de pasive (depozite şi rezerve) asumate de bănci. Creditul era, pur şi simplu, totalul activelor (împrumuturilor) băncii. O parte din aceşti bani putea într-adevăr să constea şi acum in metal preţios, deşi o proporţie tot mai importantă a acestuia avea să fie păstrată in seiful băncii centrale. Dar cea mai mare parte o reprezentau acele bancnote şi monede divizionare recunoscute drept monedă legală dimpreună cu banii invizibili care existau doar in extrasele de cont de depozit. Inovarea din sectorul financiar a luat argintul inert de la Potosí şi l-a transformat în bază a unui sistem monetar modern, în care relaţiile dintre debitori şi creditori sunt „intermediate" de un număr tot mai mare de instituţii numite bănci. Funcţia de bază a acestor instituţii era acum culegerea de informaţii şi gestionarea riscului. Sursa lor de profituri rezidă în maximizarea diferenţei dintre costul pasivelor şi câştigurile obţinute din activele lor, fără a reduce rezervele la un nivel la care banca să devină vulnerabilă in cazul unor retrageri masive – o criză de încredere in capacitatea băncii de a-i satisface pe deponenţi, care duce la escaladarea retragerilor şi, în ultimă instanţă, la bancrută: adică la ruperea băncii, în sens literal.

E semnificativ faptul că, exact în perioada în care tehnicile bancare italiene erau îmbunătăţite în centrele financiare din nordul Europei, în mod cu totul neaşteptat, o singură ţară a rămas în urmă. Blestemată de abundenţa de metal preţios, puternica Spanie nu a reuşit să-şi dezvolte un sistem bancar sofisticat, bazându-se pe negustorii de la Anvers pentru avansuri în numerar pe termen scurt, cu promisiunea rambursării lor in argint. Ideea că banii înseamnă de fapt credit, şi nu metal preţios nu a avut trecere la Madrid. Ba chiar coroana spaniolă a ajuns de nu mai puţin de 15 ori să nu mai fie în stare să-şi achite datoriile, în parte sau în totalitate, între 1557 şi 1696. Cu astfel de antecedente, nici tot argintul de la Potosí nu putea transforma Spania intr-o ţară fără risc financiar. In lumea modernă, puterea avea să le aparţină bancherilor, nu falitilor.

Evoluţia activităţii bancare

Istoricii finanţelor nu au ajuns la un consens în ceea ce priveşte măsura în care dezvoltarea activităţii bancare de după secolul al XVII-lea i se poate atribui accelerarea creşterii economice care a început în Marea Britanie la sfârşitul secolului al XVIII-lea şi apoi s-a răspândit şi în Europa Occidentală şi în ramificaţiile Europei reprezentate de colonizarea pe scară largă a Americii de Nord şi a Australasiei[40]. Nu e nici o îndoială că revoluţia financiară a precedat revoluţia industrială. E adevărat că progresele decisive din fabricaţia textilă şi producerea fierului, care au constituit vârful de lance al revoluţiei industriale, nu s-au bazat foarte mult pe bănci pentru finanţare[41]. Însă băncile au jucat un rol mai important in industrializarea Europei continentale decât în cea a Angliei. De fapt, ar fi inutil să căutăm o relaţie cauzală simplistă (instituţiile financiare mai complexe au determinat creşterea economică sau creşterea economică a stimulat dezvoltarea financiară). Pare cât se poate de plauzibil ca aceste două procese să fi fost interdependente şi să se fi stimulat unul pe celălalt. Ambele procese au demonstrat un caracter evoluţionist distinct, cu transformări periodice (inovaţii tehnice), cu speciaţii (crearea unor noi tipuri de firme), cu dezechilibre punctuale (crize determinând care firme aveau să supravieţuiască şi care să dispară).

După cum spune Adam Smith, „operarea judicioasă a activității bancare, prin înlocuirea în mare parte a aurului și argintului cu... hârtii bancare a oferit... un fel de... *covor zburător*". În secolul de după publicarea *Avuției națiunilor* (1776) a avut loc o explozie de inovații financiare care au dat naștere la o mare varietate de tipuri de bănci ce au proliferat în Europa și în America de Nord. Cele cu cea mai îndelungată tradiție au fost băncile de scont, care au contribuit la finanțarea comerțului intern și internațional prin scontarea cambiilor trase de un negustor asupra altuia. Încă pe vremea lui Adam Smith la Londra își aveau sediul o serie de bănci de mare succes, precum Barings, care se specializase în comercializarea serviciilor bancare transatlantice (după cum aveau să fie numite). Din motive legate de reglementare, băncile englezești din această perioadă erau aproape toate în participație particulară, unele specializate în afacerile din City, acea milă pătrată din Londra care de secole constituia centrul finanțelor comerciale, în vreme ce altele s-au specializat în afacerile elitei deținătoare de terenuri. Acestea din urmă erau așa-numitele „*bănci provinciale*", ale căror ascensiune și decădere depindeau de ascensiunea și decăderea agriculturii britanice.

O diferență esențială între evoluția din natură și evoluția financiară este determinată de rolul a ceea ce ar putea fi numit „planul inteligent" – deși în acest caz elementele ce reglementează procesul sunt fără excepție de natură umană mai degrabă decât divină. Treptat, printr-un îndelungat proces marcat de încercări și erori, Banca Angliei a dezvoltat funcții publice, în schimbul reafirmării în 1826 a monopolului său asupra emisiunii de bancnote, deschizându-și sucursale în provincii și preluând gradual activitatea de emitere de bancnote a băncilor provinciale*. Banca Angliei a ajuns să joace, tot mai mult, un rol central în cadrul tranzacțiilor interbancare. Plățile în compensație datorate de o bancă alteia au început să treacă tot mai mult prin oficiile Băncii Angliei din Threadneeedle Street. Iar odată cu renunțarea, în 1833, la legile cămătăriei care limitau rata scontului la cambiile comerciale, Banca Angliei a putut exploata pe deplin avantajul major de a fi cea mai mare bancă din City. Într-o măsură tot mai mare, rata scontului practicată de această bancă a fost socotită a fi rata minimă a dobânzii pe termen scurt pentru așa-numita piață monetară (pentru creditele pe termen scurt, mai ales prin scontarea cambiilor comerciale).

Încă de ani a rămas nerezolvată problema raportului dintre rezervele Băncii și bancnotele puse de ea în circulație. În anii 1840 guvernatorul băncii, J. Horsley Palmer, susținea că rezerva ar trebui în esență regularizată de volumul operațiunilor de scont, atât timp cât o treime din aceasta e formată din monede sau lingouri de aur. Prim-ministrul, sir Robert Peel, s-a arătat suspicios față de această inițiativă, socotind că poate apărea riscul de emitere a unui număr excesiv de bancnote și deci al inflației. Legea bancară a lui Peel din 1844 a împărțit banca în două: un departament bancar, care avea să se ocupe de activitățile comerciale propriu-zise ale băncii, și un departament de emisiuni, având la dispoziție titluri financiare în valoare de 14 milioane de lire sterline și o cantitate nespecificată de monede și lingouri de aur care avea să fluctueze în funcție de balanța comercială dintre Marea Britanie și restul lumii. Așa-numita emisiune fiduciară de bancnote nu trebuia să depășească suma titlurilor de valoare și a rezervelor de aur. Crizele repetate (din 1847, 1857 și 1866) au demonstrat totuși că această prevedere constituia o cămașă de forță excesiv de rigidă; de fiecare dată această lege a trebuit să fie suspendată

* Tehnic vorbind, monopolul se aplica doar pe o rază de 65 de mile în jurul Londrei și, la fel ca și în secolul al XVIII-lea, băncilor private nu li se interzicea să emită bancnote.

temporar pentru a evita colapsul total al lichidităților*. Abia după ultima dintre aceste crize, care a urmat un curs spectaculos ce a dus la ruinarea băncii Overend, Guerney & Company, Walter Bagehot, directorul revistei *The Economist*, a reformulat adevăratul rol al Băncii Angliei în timpul unei crize drept „creditor de ultimă instanță" : să împrumute liber, deși la o rată de penalizare, pentru a combate crizele de lichidități[42].

Trebuie să subliniem că Bagehot nu a rezolvat în totalitate problema monetară a epocii victoriene. Nici el și nici alți eminenți teoreticieni din domeniul economiei din secolul al XIX-lea nu au reușit să conteste principiul sacru, instituit în epoca în care sir Isaac Newton era la conducerea monetăriei, care stabilea că o liră sterlină era convertibilă într-o cantitate fixă și imuabilă de aur conform unui raport de trei lire, 17 șilingi și 10,5 penny per uncie de aur. Când citești dezbaterile din acea vreme despre etalonul aur, înțelegi că, în multe privințe, cei din epoca victoriană erau în aceeași măsură sclavii metalului prețios ca și conchistadorii cu trei secole mai înainte. Baronul Overstone, unul dintre grangurii din City, declara : „Numai metalul prețios înseamnă bani. Bancnotele de hârtie înseamnă bani pentru că reprezintă banii de metal. Altfel, sunt false. Un deponent poate obține metal, dar nu toți ; în concluzie, depozitele nu înseamnă bani"[43]. Dacă s-ar fi aderat la acest principiu, iar masa monetară a economiei britanice s-ar fi axat într-adevăr doar pe cantitatea de monedă și lingouri de aur din rezervele Băncii Angliei, creșterea economiei Marii Britanii ar fi fost sufocată cu totul, chiar și ținând cont de impulsul oferit de descoperirea noilor mine de aur din secolul al XIX-lea. Banca Angliei a fost atât de restrictivă în ceea ce privește emisiunea de bancnote, încât rezerva sa metalică a depășit valoarea bancnotelor aflate în circulație de la mijlocul anilor 1890 până la Primul Război Mondial. Expansiunea monetară a fost posibilă doar datorită proliferării unor noi tipuri de bănci, în particular a celor care primeau depozite. După 1858, au fost ridicate restricțiile impuse băncilor care aveau dreptul să funcționeze ca societăți pe acțiuni, netezind calea pentru apariția câtorva mari bănci comerciale ; London & Westminster (fondată în 1833), National Provincial (1834), Birmingham & Midland (1836), Lloyds (1884) și Barclays (1896). Bănci de investiții industriale de felul celor care dăduseră lovitura în Belgia (Société Générale), în Franța (Credit Mobilier) și Germania (Darmstädter und Nationalbank) nu au prosperat prea mult în Anglia după falimentul băncii Overend, Guerney & Company. Necesitatea urgentă nu era ca băncile să cumpere pachete importante de acțiuni ale unor companii industriale ; era nevoie de instituții care să atragă oameni înclinați spre economisire care să vină cu depozitele lor, astfel creându-se o bază în continuă dezvoltare pentru acordarea unor noi împrumuturi de cealaltă parte a balanței.

Un rol deosebit de important în acest proces l-au jucat noile case de economii, care au proliferat la hotarul dintre secole. Pe la 1913 depozitele de la casele de economii ajunseseră la 256 de milioane de lire sterline, cam un sfert din valoarea tuturor depozitelor din Marea Britanie. Activele caselor de economii germane erau de două ori și jumătate mai mari decât ale „marilor bănci" cum ar fi Darmstädter, Deutsche, Dresdner și Disconto-Gesellschaft, care erau mai cunoscute. În concluzie, în ajunul Primului Război Mondial, depozitele rezidenților în băncile britanice totalizau aproape 1,2 miliarde de lire sterline, în comparație cu bancnotele aflate în circulație, care totalizau doar 45,5 milioane

* Blocajul financiar apare atunci când o firmă nu poate vinde suficiente active pentru a-și acoperi pasivele. Deși are destule active, acestea nu pot fi vândute pentru că există prea puțini cumpărători potențiali. Insolvența este atunci când valoarea pasivelor depășește valoarea activelor. Deosebirea e mai greu de făcut decât se presupune uneori. O firmă aflată în criză de lichidități își poate vinde activele, dar la un preț atât de scăzut, încât poate fi socotită în insolvență.

de lire. De acum banii existau în primul rând în interiorul băncilor, nu la vedere, deşi nu uita nimeni de ei.

Deşi a existat variaţie, majoritatea economiilor avansate au urmat în cea mai mare măsură exemplul Marii Britanii în privinţa reglementărilor referitoare la monopolul băncii centrale asupra stabilirii etalonului aurului şi concentrarea acceptării depozitelor de către numai câteva instituţii importante. Banque de France a fost înfiinţată în 1800, Reichsbank din Germania în 1875, Banca Japoniei în 1882 şi Banca Naţională a Elveţiei în 1907. În Marea Britanie, ca şi pe continentul european, au existat puternice tendinţe către concentrare, ilustrate prin declinul numărului de bănci provinciale de la un vârf de 755 în 1809 la doar 17 în 1913.

Evoluţia finanţelor a fost destul de diferită în Statele Unite. Aici aversiunea legislatorilor faţă de ideea unor finanţişti atotputernici a determinat eşuarea de două ori a încercării de a înfiinţa o bancă centrală (Prima şi a Doua Bancă a Statelor Unite), aşa că legislaţia privind crearea Sistemului de Rezerve Federale a fost aprobată abia în 1913. Până în acel moment, Statele Unite au fost implicate într-un experiment natural cu un sistem bancar complet liber (*free banking*). Legea băncii naţionale din 1864 înlăturase în mare măsură barierele în calea creării unor bănci private, iar necesarul de capitalul pentru aceasta era redus după standardele europene. Dar, în acelaşi timp, existau obstacole în calea creării unor bănci care să depăşească graniţele statelor. Efectul combinat al acestor reguli a dus la o creştere a numărului de bănci naţionale şi acreditate (şi reglementate) la nivel statal, în secolul al XIX-lea şi la începutul secolului XX, de la mai puţin de 12.000 în 1899 la peste 30.000 în momentul lor de vârf, în 1922. Numărul mare de bănci subcapitalizate au constituit reţeta clasică pentru instabilitatea financiară, aşa că în viaţa economică americană panica a fost o caracteristică statornică – cel mai spectaculos în perioada Marii Depresiuni, când o criză bancară majoră a fost exacerbată, şi nu domolită de autoritatea de control financiar care funcţiona de vreo 15 ani şi ceva. Introducerea garantării depunerilor în 1933 a contribuit mult la reducerea vulnerabilităţii băncilor americane la retragerile masive. Totuşi, sectorul bancar a rămas foarte fragmentat până în 1976, când Maine a devenit cel dintâi stat american care a legalizat activităţile bancare interstatale. Abia în 1993, după criza cooperativelor de creditare (vezi capitolul 5), numărul băncilor naţionale a scăzut sub 3.600 pentru prima dată în aproape un secol.

În 1924, după cum se ştie, John Maynard Keynes a condamnat etalonul aur drept „o relicvă barbară". Dar eliberarea banilor creaţi de bancă de frâna metalului preţios s-a produs lent. Fără îndoială, etalonul aur avea avantajele sale. Stabilitatea cursului de schimb permitea anticiparea preţurilor în comerţ şi un cost redus al tranzacţiilor, în vreme ce stabilitatea preţurilor pe termen lung avea un rol de ancoră pentru aşteptările referitoare la inflaţie. Funcţionarea pe baza etalonului aur se poate să fi redus şi costul împrumutului, silind guvernele să aplice politici fiscale şi monetare prudente. Datorită dificultăţii de a ancora monedele de un standard unic bazat pe mărfuri sau chiar unele de altele, guvernanţii sunt apoi siliţi să aleagă între mişcarea liberă a capitalurilor şi o politică monetară naţională independentă. Nu le pot avea pe amândouă. Ancorarea monedei înseamnă o mai mare volatilitate a ratei dobânzilor pe termen scurt, pentru că banca centrală încearcă să menţină stabil preţul monedei sale în raport cu etalonul. Asta poate însemna deflaţie, în cazul în care rezerva etalonului e limitată (aşa cum între anii 1870 şi 1880 rezerva de aur depindea de cerere). Şi poate genera crize financiare (aşa cum s-a întâmplat în perioada în care a fost reinstituit etalonul aur, după 1929). Prin contrast, un sistem monetar bazat în primul rând pe depozitele bancare şi pe cursuri de schimb variabile nu mai e supus acestor

constrângeri. Etalonul aur era muribund de multă vreme, dar puţini i-au plâns moartea atunci când a fost eliminat complet, pe 15 august 1971, ziua în care preşedintele Richard Nixon a închis şi aşa-numita „fereastră" a aurului prin care, într-un număr limitat de cazuri, dolarul putea fi schimbat în aur. Începând din acea zi, legătura veche de sute de ani dintre bani şi metalul preţios a fost ruptă.

O naţiune falită

Memphis, Tennessee, e faimos pentru pantofii albaştri din piele întoarsă, grătare şi falimente. Dacă vreţi să înţelegeţi felul în care bancherii de astăzi – urmaşii bancherilor Medici – tratează problema riscului financiar creat de debitori neserioşi, atunci în Memphis trebuie să mergeţi.

În medie, în Statele Unite există anual între un milion şi două milioane de cazuri de faliment, în aproape toate fiind implicaţi indivizi care preferă să fie declaraţi insolvabili decât să-şi asume obligaţii greu de gestionat. O proporţie izbitor de mare dintre acestea se întâmplă să fie în Tennessee. E remarcabil cât de nedureros pare a fi acest proces în comparaţie cu ceea ce se întâmpla în Veneţia secolului al XVI-lea sau chiar şi în unele zone din Glasgow în zilele noastre. Cei mai mulţi dintre debitorii din Memphis care au probleme pot să scape de datorii sau măcar să le mai reducă, fără să fie stigmatizaţi în vreun fel şi fără să suporte traume fizice. Una dintre cele mai mari enigme este că economia capitalistă cu cel mai mare succes din lume pare să fie clădită pe fundamentul unui faliment economic foarte uşor.

Când am vizitat oraşul Memphis pentru prima oară, la începutul verii din 2007, am fost fascinat de ubicuitatea creditelor uşor de obţinut, alături de uşurinţa cu care puteai ajunge la faliment. Pentru asta a fost suficient să fac o plimbare pe una dintre străzile tipice din apropierea centrului. În primul rând dădeai de malluri şi dughene cu fast-food, unde locuitorii statului Tennessee cheltuiesc mulţi bani. Chiar alături găseai un „consilier fiscal", gata să-i ajute pe cei care rămîneau fără bani să obţină creditul de impozitare pentru persoanele cu venituri mici. Am văzut o dugheană care oferea împrumuturi garantate cu maşina şi, chiar lângă ea, o companie de credit ipotecar de rang doi, precum şi o firmă de decontare a cecurilor care oferea avansuri până la salariu (la o dobândă de 200%), ca să nu mai vorbim de un amanet cît un magazin universal. Foarte la îndemână pentru cei care îşi puseseră deja drept gaj toate bunurile era un centru de unde puteai închiria mobilă şi televizoare ieftine. Iar alături? Un centru de transfuzii, care le oferea câte 55 de dolari donatorilor de sânge. Memphisul modern dă un sens cu totul nou expresiei „a stoarce până la ultima picătură de sânge". Iar o litră de sânge poate nu e chiar la fel de greu de dat ca o livră de carne, dar ideea pare, în mod descurajant, să fie cam aceeaşi.

Şi totuşi, consecinţele neplăţii creditelor la Memphis sunt cu mult mai puţin grave decât pericolul de moarte cu care se confrunta Antonio la Veneţia. După centrul de transfuzii, altă oprire a fost biroul lui George Stevenson, unul dintre avocaţii care îşi câştigă traiul consiliindu-i pe faliţi la tribunalul comercial din Districtul de Vest al statului Tennessee. La momentul vizitei mele în Tennessee, numărul anual de solicitări de înregistrare a falimentului numai în zona Memphis era în jur de 10.000, aşa că nu am fost deloc surprins să descopăr îmbulzeala aceea de oameni din tribunalul comercial. Sistemul pare să funcţioneze foarte bine. Pe rând, fie individual, fie în cupluri, cei care au ajunses la faliment discută cu avocatul care negociază în numele lor cu creditorii.

Există chiar şi un canal prioritar pentru falimente „la urgenţă", deşi, în general, doar trei din cinci faliţi sunt reabilitaţi (însemnând că s-a ajuns la o înţelegere cu creditorii).

Capacitatea de a ieşi din datorii nesustenabile şi apoi de a o lua de la capăt e una dintre ciudăţeniile capitalismului american. Din 1898, orice american are dreptul să invoce capitolul VII (lichidarea) sau XII (reorganizarea personală voluntară). Bogaţi sau săraci, americanii par să considere falimentul un „drept inviolabil", aproape la fel de sacru ca dreptul la „viaţă, libertate şi căutarea fericirii". Teoretic, în America legea există pentru a încuraja antreprenoriatul – pentru a facilita crearea unor noi întreprinderi. Şi asta înseamnă şi să le ofere oamenilor o şansă atunci când planurile lor dau greş, chiar şi a doua oară, adică să le ofere celor înclinaţi să-şi asume riscuri ocazia de a învăţa prin încercare şi eroare până când, în cele din urmă, îşi dau seama cum se face un milion. La urma urmei, falitul de azi poate fi întreprinzătorul de succes de mâine.

La prima vedere, teoria pare să funcţioneze. Mulţi dintre cei mai de succes oameni de afaceri americani nu au reuşit din prima, inclusiv Henry John Heinz, regele ketchupului, Phineas Barnum, suveranul circului, sau Henry Ford, magnatul automobilelor. Toţi aceşti oameni au ajuns până la urmă extrem de bogaţi, nu în ultimul rând pentru că li s-a dat şansa să încerce, să dea greş şi s-o ia de la capăt. Dar, la o examinare mai atentă, ceea ce se petrece în Tennessee e cu totul altceva. Cei care bat culoarele tribunalului comercial din Memphis nu sunt oameni de afaceri care au dat faliment. Sunt doar nişte oameni obişnuiţi care nu reuşesc să-şi achite facturile – de multe ori uriaşele facturi pentru servicii medicale pe care americanii se pot trezi brusc că trebuie să le achite dacă acestea nu sunt acoperite de asigurări private de sănătate. Poate că falimentul o fi fost menit să ajute întreprinzătorii şi afacerile lor, dar astăzi 98% dintre solicitările de înregistrare a falimentului sunt clasificate ca neavând legătură cu activitatea economică şi cam trei sferturi dintre falimentele din Memphis sunt solicitări în baza capitolului XIII, potrivit căruia debitorul este de acord să renunţe parţial sau total la viitoarele sale câştiguri pentru a-şi plăti datoriile. Principalul impuls al falimentului pare a fi nu antreprenoriatul, ci îndatorarea. În 2007 îndatorarea consumatorilor din Statele Unite ajunsese la cifra record de 2,5 trilioane de dolari. În 1959 îndatorarea consumatorilor era echivalentul a 16% din venitul disponibil. Acum este de 24%*. Una dintre provocările cu care se confruntă astăzi orice istoric al finanţelor e să înţeleagă cauzele acestei explozii a îndatorării populaţiei şi să aprecieze care vor fi consecinţele probabile dacă, aşa cum pare inevitabil, va avea loc o creştere a ratei de faliment în state precum Tennessee.

Înainte de a putea răspunde cum se cuvine la aceste întrebări, trebuie să mai introducem şi alte componente-cheie ale sistemului financiar: piaţa obligaţiunilor, piaţa valorilor mobiliare, piaţa asigurărilor, piaţa imobiliară, iar extraordinara globalizare a tuturor acestor pieţe a avut loc în ultimii 20 de ani. Dar cauza trebuie să se afle în evoluţia banilor şi a băncilor ale căror pasive reprezintă componenta lor cheie. Realitatea inevitabilă este că ruperea legăturii dintre creaţia banilor şi ancora etalonului metalic a dus la o expansiune monetară fără precedent – şi odată cu aceasta şi la o perioadă de expansiune a creditului cum nu s-a mai văzut niciodată până acum. Evaluând lichiditatea ca raportul dintre masa monetară şi producţie** în ultimul secol, e foarte limpede că din anii 1970 tendinţa a fost ca acest raport să crească, în cazul masei monetare din majoritatea ţărilor dezvoltate, de la aproximativ 70% înainte de închiderea ferestrei aurului la mai bine de 100% prin 2005[44].

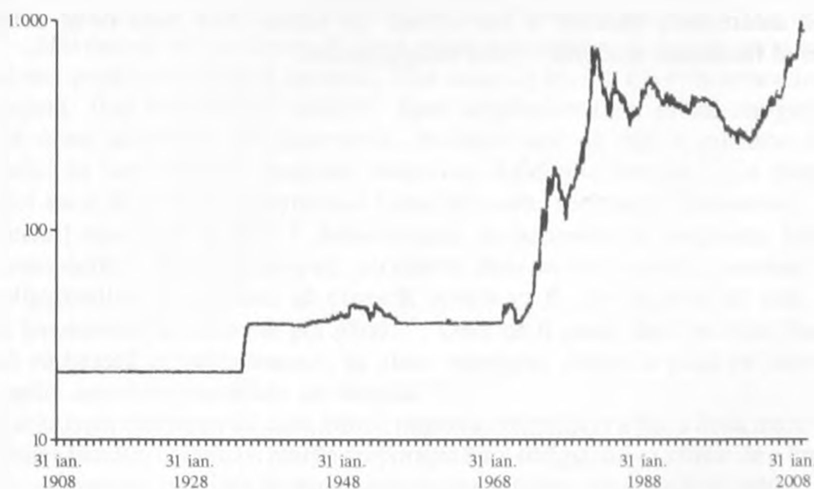
---

* În aceeaşi perioadă datoriile ipotecare au crescut de la 54% din venitul disponibil la 140%.

** Raport numit de economişti coeficientul marshallian k, după economistul Alfred Marshall. Strict vorbind, *k* e raportul dintre baza monetară şi produsul intern brut nominal.

În zona euro, creşterea a fost deosebit de abruptă, de la puţin peste 60% nu mai departe de 1990 la aproape 90% astăzi. În acelaşi timp, băncile din ţările în curs de dezvoltare au ajuns treptat să nu mai aibă capital suficient. În Europa capitalul propriu al băncilor e acum echivalent cu mai puţin de 10% din active, în comparaţie cu aproximativ 25% la începutul secolului XX[45]. Cu alte cuvinte, băncile nu numai că preiau mai multe depozite, ci oferă o mai mare parte din acestea sub formă de credite, minimalizându-şi baza de capital. În prezent, activele bancare (cu alte cuvinte, creditele oferite) în economiile dezvoltate ale lumii sunt echivalentul a circa 150% din produsul intern brut combinat al respectivelor ţări[46]. Conform Băncii Reglementelor Internaţionale, totalul activelor bancare internaţionale în decembrie 2006 era echivalentul a circa 29 de trilioane de dolari, adică, în mare, 63% din produsul intern brut la nivel mondial[47].

Evoluţia preţului de închidere al aurului
(în dolari pe uncie, diagrama), 1908-2008



Şi atunci, mai e de mirare că banii au încetat să-şi mai menţină valoarea în felul în care se întâmpla în epoca etalonului aur? Bancnota modernă ce reprezintă dolarul şi-a dobândit înfăţişarea de acum în 1957. De atunci puterea sa de cumpărare, în comparaţie cu indicele preţului la consumator, a scăzut într-o proporţie ameţitoare de 87%. Inflaţia anuală medie în această perioadă a fost de peste 4%, de două ori mai mare decât rata inflaţiei pe care a cunoscut-o Europa în timpul aşa-numitei revoluţii a preţurilor declanşate de argintul de la Potosí. Cel care şi-ar fi schimbat 1.000 de dolari din economii pe aur în 1970, când fereastra etalonului aur încă era întredeschisă, ar fi achiziţionat atunci puţin peste 26,6 uncii din preţiosul metal. În momentul în care scriu aceste rânduri, când aurul se vinde cu 1.000 de dolari uncia, şi-ar fi putut vinde aurul cu 26.596 de dolari.

O lume fără bani ar fi mai rea, mult mai rea decât cea în care trăim acum. E greşit să-i socotim pe toţi cei care dau bani cu împrumut doar nişte lipitori care sug sângele nefericiţilor datornici (aşa cum socotea Antonio din piesa lui Shakespeare). Poate cămătarii se mai comportă în acest fel, dar băncile au mai evoluat faţă de vremea bancherilor Medici (după cum succint spunea şi lordul Rothschild al III-lea) exact „pentru a facilita circulaţia banilor din punctul A, unde se află ei de fapt, în punctul B, unde e nevoie de ei"[48]. Pe scurt, creditul şi debitul sunt printre elementele de bază ale dezvoltării economice, la fel

de importante pentru crearea avuţiei unei naţiuni ca şi mineritul, producţia sau telefonia mobilă. În schimb, sărăcia este doar rareori cauzată direct de isprăvile unor finanţişti rapace. Adesea are de-a face mai mult cu lipsa unor instituţii financiare, a băncilor, şi nu cu prezenţa lor. Numai atunci când oameni care au nevoie de credite din zone precum East End din Glasgow vor avea acces la reţele eficiente de creditare vor putea scăpa din ghearele cămătarilor ; numai atunci când cei care economisesc îşi vor putea depune banii la o bancă de încredere, aceşti bani vor putea fi canalizaţi de la cei pasivi la cei harnici (sau de la cei economi la risipitori).

Evoluţia activităţii bancare a fost deci primul pas esenţial în ascensiunea banilor. Criza financiară care a început în august 2007 nu prea a avut legătură cu împrumuturile tradiţionale şi, de fapt, nici falimentul acestora, care (datorită unei modificări a legislaţiei) s-a diminuat în 2007. Cauza sa primordială au constituit-o ascensiunea şi prăbuşirea „împrumuturilor securitizate", care au permis băncilor să iniţieze credite, iar apoi să le prezinte într-o formă nouă şi să le vândă mai departe. Iar acest lucru a fost posibil doar pentru că ascensiunea băncilor a fost urmată de ascensiunea celui de-al doilea stâlp important al fiscalităţii moderne : piaţa obligaţiunilor.

Capitolul 2

Robia obligațiunilor

În primele o sută de zile ale mandatului președintelui Bill Clinton, James Carville, șeful său de campanie, a făcut o remarcă anecdotică. El mărturisea pentru The *Wall Street Journal*: „Mai demult mă gândeam că, dacă există reîncarnare, aș dori să revin în postura de președinte, papă ori vedetă de baseball. Însă acum aș dori să mă reîncarnez drept piață de obligațiuni. Poți intimida pe oricine". Spre surprinderea sa, prețul obligațiunilor a crescut în urma alegerilor din noiembrie, evoluție care de fapt a precedat discursul președintelui în care acesta a susținut reducerea deficitului federal. „Cu piața asta a investițiilor nu e de glumit", mărturisea Lloyd Bentsen, secretarul Trezoreriei. „Efortul [președintelui] este oare credibil? Administrația va persevera în susținerea inițiativei? Așa s-a considerat." Alan Greenspan, secretarul Rezervelor Federale, socotea că, dacă prețul obligațiunilor va continua să crească, acesta va fi „de departe cel mai puternic stimulent [economic] la care mă pot gândi"[1]. Oare ce îi poate face pe niște funcționari publici să vorbească cu atâta respect, ba chiar venerație, despre o piață pe care se vând și se cumpără înscrisuri cambiale ale statului?

După acordarea creditelor de către bănci, nașterea obligațiunii a fost a doua mare revoluție în ascensiunea banilor. Statele (și marile corporații) emit obligațiuni ca mijloc de a împrumuta bani de la un segment mai larg al populației sau instituțiilor, nu doar de la bănci. Să luăm exemplul unei obligațiuni pe zece ani a statului japonez cu o valoare nominală de 100.000 de yeni și o rată fixă a dobânzii sau un „*cupon*" de 1,5% – o părticică din muntele de 838 de trilioane de yeni ai datoriei publice pe care a acumulat-o Japonia, mai ales începând din anii 1980. Obligațiunea implică promisiunea statului japonez de a-i plăti anual 1,5% din cei 100.000 de yeni vreme de zece ani oricărui deținător al obligațiunii respective. Cel care a cumpărat inițial obligațiunea are dreptul s-o vândă oricui poftește și la orice preț stabilit de piață. La momentul în care scriu aceste rânduri, prețul a ajuns la 102.333 de yeni. De ce? Pentru că așa spune atotputernica piață a obligațiunilor.

De la începuturile sale modeste din vremea orașelor-state din nordul Italiei de acum opt sute de ani, piața obligațiunilor a ajuns la dimensiuni uriașe. Valoarea totală a obligațiunilor tranzacționate astăzi la nivel internațional e în jur de 18 trilioane de dolari. Valoarea obligațiunilor tranzacționate intern (precum obligațiunile japoneze deținute de investitori japonezi) a ajuns la amețitoarea sumă de 50 de trilioane de dolari. Fie că ne place, fie că nu (și mulți dintre noi nici măcar nu au habar de asta), suntem cu toții afectați de piața obligațiunilor în două moduri foarte importante. În primul rând, o mare parte din banii pe care îi punem deoparte pentru bătrânețe ajung să fie investiți pe piața obligațiunilor. În al doilea rând, din pricina dimensiunilor ei imense și deoarece guvernele țărilor mari sunt socotite cei mai de încredere debitori, tocmai piața obligațiunilor e cea care stabilește ratele dobânzilor pe termen lung pentru economie în totalitatea ei. Atunci



Obligațiuni de stat japoneze pe zece ani, cu tot cu cupoane

când prețurile obligațiunilor scad, ratele dobânzilor cresc, cu consecințe dureroase pentru toți debitorii. Mecanismul după care funcționează este următorul. Cineva are 100.000 de yeni pe care dorește să-i economisească. Dacă achiziționează o obligațiune de 100.000 de yeni, își păstrează capitalul la loc sigur și primește și o dobândă regulată. Mai exact, obligațiunea aduce o rată fixă sau un *„cupon"* de 1,5% : adică 1.500 de yeni pe an în cazul unei obligațiuni de 100.000 de yeni. Dar rata dobânzii pe *piață* sau randamentul curent se află calculând cât la sută din prețul pieței, care este acum de 102.333 de yeni, este valoarea cuponului : 1.500 înseamnă 1,47% din 102.333[*]. Acum să ne imaginăm un scenariu în care piața obligațiunilor e cuprinsă de panică din pricina datoriei imense a statului japonez. Să presupunem că unii investitori au început să-și facă griji că Japonia s-ar putea să nu mai fie în stare să achite plățile anuale la care s-a angajat. Sau să presupunem că a început să-i îngrijoreze sănătatea monedei japoneze, a yenului, în care sunt evaluate obligațiunile și în care sunt plătite dobânzile. În astfel de circumstanțe, valoarea obligațiunilor ar scădea din pricină că unii investitori stresați ar vinde la preț redus. Nu s-ar găsi cumpărători decât la un preț suficient de scăzut ca să compenseze riscul sporit ca Japonia să intre în imposibilitate de plată sau ca moneda japoneză să se deprecieze. Să ne imaginăm că obligațiunea noastră a scăzut la valoarea de 80.000 de yeni. Atunci randamentul ar fi de 1,88%, procentul reprezentat de 1.500 din 80.000.

* Aceasta nu trebuie confundată cu randamentul până la scadență, care ține cont de perioada care trece până când obligațiunea este răscumpărată la valoarea ei nominală de statul care a emis-o.

Dintr-o singură lovitură, ratele dobânzilor pe termen lung pentru economia japoneză în întregul ei a crescut cu două cincimi de procent, de la 1,47% la 1,88%. Cei care au investit în obligaţiuni pentru pensie înainte de mişcările de pe piaţă ar fi în pierdere cu 22%, deoarece capitalul lor ar scădea proporţional cu preţul obligaţiunii. Iar cei care ar vrea să facă un credit ipotecar după mişcarea de pe piaţă ar descoperi că trebuie să plătească cu cel puţin 0,41% (cum se spune pe piaţă, cu 41 puncte de bază) mai mult pe an. După cum spunea Bill Gross, care administrează cel mai mare fond de investiţii în obligaţiuni din lume la Pacific Investment Management Company (PIMCO), „pieţele obligaţiunilor deţin putere pentru că reprezintă fundamentul tuturor pieţelor. Costul creditului, rata dobânzii [la o obligaţiune-martor], în cele din urmă determină valoarea mărfurilor, a caselor, a tuturor categoriilor de active".

Din punctul de vedere al unui om politic, piaţa obligaţiunilor e puternică pentru că oferă o evaluare zilnică a credibilităţii politicilor fiscale şi monetare ale fiecărui guvern. Dar adevărata sa putere stă în capacitatea ei de a pedepsi un guvern prin costuri mai mari ale îndatorării. Chiar şi o creştere cu doar jumătate de punct procentual poate dăuna unui guvern care gestionează un deficit, adăugând şi rate mai mari de rambursare la cheltuielile sale şi aşa foarte mari. Ca şi în atâtea alte relaţii financiare, există şi un circuit de reacţie. Cu cât sunt mai mari plăţile dobânzii, cu atât creşte şi deficitul. Piaţa obligaţiunilor ridică şi mai mult din sprânceană. Obligaţiunile se vând din nou la preţ redus. Ratele dobânzilor cresc din nou. Şi aşa mai departe. Mai devreme sau mai târziu guvernul se trezeşte în faţa a trei alternative dificile. Decide să nu mai plătească o parte a datoriilor, realizând lucrul de care se temea cel mai mult piaţa obligaţiunilor? Sau, pentru a linişti piaţa obligaţiunilor, îşi reduce cheltuielile în alte domenii, ridicându-şi împotrivă electoratul sau anumite grupuri de interese? Sau încearcă să reducă deficitul prin creşterea impozitelor? Piaţa obligaţiunilor a început prin înlesnirea datoriei publice. Dar, într-o perioadă de criză, poate ajunge să dicteze politica guvernului.

Ei bine, prin ce mijloace „domnul Bond"* de care discutăm aici a ajuns cu mult mai puternic decât domnul Bond al lui Ian Fleming? Şi, într-adevăr, de ce ambii domni Bond au primit permis pentru crimă?

Munţi de datorii

Filosoful grec Heraclit spunea: „Războiul e părintele tuturor lucrurilor". Cu siguranţă, este părintele pieţei obligaţiunilor. În extraordinara gravură *Bătălia pentru bani* a lui Pieter van der Heyden, puşculiţe, pungi cu bani, poloboace cu monede şi lăzi cu comori – majoritatea înarmate până în dinţi cu săbii, cuţite şi lănci – se atacă unele pe altele într-o încăierare haotică. Versurile gravate în olandeză dedesubt glăsuiesc: „Toată zarva şi bătălia-i pentru bani şi avuţii". Dar s-ar fi putut la fel de bine adăuga la inscripţia aceea: „Bătălia e posibilă doar dacă faci rost de banii necesari ca s-o plăteşti". Capacitatea de a finanţa un război prin intermediul unei pieţe a datoriilor publice a fost, ca atâtea altele din istoria finanţelor, o invenţie a Renaşterii italiene.

În cea mai mare parte a secolelor XIV-XV, oraşele-state medievale din Toscana – Florenţa, Pisa şi Siena – s-au aflat mai mereu în război unul cu celălalt sau cu alte oraşe italiene. Acest război era purtat în aceeaşi măsură de bani, ca şi de oameni. În loc să le ceară propriilor cetăţeni să se implice în treaba murdară a războiului, fiecare oraş angaja

* Joc de cuvinte intraductibil – *bond* înseamnă „obligaţiune" în limba engleză (n.tr.).

nişte întreprinzători militari (*condottieri*) care, la rândul lor, recrutau armate pentru a anexa terenuri şi a jefui avuţii de la rivalii săi. Printre condotierii anilor 1360 şi 1370 a fost unul care s-a remarcat în mod deosebit. Figura lui impozantă poate fi văzută şi astăzi pe pereţii domului din Florenţa, o frescă iniţial comandată de cetăţenii recunoscători ai Florenţei ca omagiu adus acestei „căpetenii fără seamăn". Oricât ar părea de neverosimil, această căpetenie de mercenari era de fapt din Essex, născut şi crescut în Sible Hedingham. Sir John Hawkwood a luptat cu atâta iscusinţă în numele lor, încât italienii l-au numit *Giovanni Acuto*, Ioan cel Ager. Castello di Montecchio, din apropierea Florenţei, a fost unul dintre numeroasele imobile pe care i le-au oferit florentinii ca răsplată pentru serviciile sale. Dar Hawkwood era un mercenar, dispus să lupte pentru oricine îl plătea, inclusiv pentru oraşele Milano, Padova, Pisa sau pentru papă. Nişte fresce impresionante din Palazzo Vecchio din Florenţa înfăţişează ciocnirea dintre armatele Pisei şi Florenţei, în timpul războiului din 1364, într-o perioadă în care Hawkwood lupta pentru Pisa. Cincisprezece ani mai târziu, lupta pentru Florenţa, iar restul carierei sale s-a pus în slujba acestui oraş. De ce? Pentru că la Florenţa erau banii.



Pieter van der Heyden după Pieter Brueghel cel Bătrân. *Bătălia pentru bani*, după 1570. Inscripţia în olandeză spune: „Toată zarva şi bătălia sunt numai pentru bani şi avuţii"

Costurile nesfârşitelor războaie aruncaseră oraşele-state ale Italiei în criză. Chiar şi în anii de pace, cheltuielile erau de două ori mai mari decât veniturile din impozite. Florenţa era sufocată de deficite pentru a-i plăti pe cei ca Hawkwood. În documentele din Arhivele de Stat ale Toscanei se poate vedea cum povara datoriilor a crescut de o sută de ori, de la 50.000 de florini la începutul secolului al XIV-lea la cinci milioane prin 1427[2]. Era, pe drept cuvânt, un munte de datorii, de unde şi numele: *monte commune* sau muntele de datorii comune[3]. La începutul secolului al XV-lea, împrumuturile însemnau aproape 70% din veniturile oraşului. „*Muntele*" era echivalentul a mai bine de jumătate din producţia anuală a economiei Florenţei.

De unde ar fi putut florentinii să împrumute o sumă atât de mare? Răspunsul e: chiar de la ei. În loc să plătească un impozit funciar, cetăţenii bogaţi erau obligaţi efectiv să împrumute bani celor care le cârmuiau oraşul. În schimbul acestor împrumuturi forţate (*prestanze*), primeau o dobândă. Tehnic vorbind, asta nu însemna camătă (şi am văzut că era interzisă de Biserică), întrucât împrumuturile acestea erau obligatorii; plăţile dobânzilor puteau să se împace cu legile canonice, fiind socotită o compensare (*damnum emergens*) a costurilor reale sau prezumtive generate de investiţiile obligatorii. După cum spunea Hostiensis (Enrico) da Susa prin 1270:

> Dacă un neguţător, care se îndeletniceşte cu vânzarea şi negoţul prin târguri şi de acolo are câştiguri, din filotimie faţă de mine pentru că sunt în mare nevoie, mi-ar da cu împrumut nişte bani cu care, altfel, ar fi făcut alte daravere, atunci eu i-aş rămâne dator să-i plătesc *interesse*...[4]

O trăsătură crucială a sistemului florentin era că astfel de împrumuturi le puteau fi vândute altor cetăţeni dacă un investitor avea nevoie de numerar; cu alte cuvinte, acestea reprezentau nişte active relativ lichide, deşi pe vremea aceea obligaţiunile nu însemnau decât vreo câteva rânduri într-un registru mare legat în piele.

La vremea aceea, Florenţa îşi transformase, de fapt, cetăţenii în cei mai importanţi investitori ai săi. La începutul secolului al XIV-lea, două treimi dintre familiile din oraş au contribuit în acest fel la finanţarea datoriei publice, deşi grosul cotizaţiilor reveneau unei minorităţi de câteva mii de oameni bogaţi[5]. Înregistrările familiei Medici în „Ruolo delle prestanze" dovedesc nu numai dimensiunea avuţiei lor la acel moment, ci şi dimensiunea contribuţiei lor la cuferele oraşului-stat. Unul dintre motivele pentru care acest sistem funcţiona atât de bine era că familia Medici şi alte câteva familii bogate controlau de asemenea şi conducerea oraşului şi deci şi finanţele sale. Această structură de putere oligarhică asigura pieţei obligaţiunilor un solid fundament politic. Spre deosebire de o monarhie ereditară, căreia nu i se putea cere socoteală şi care putea în mod arbitrar să nu-şi respecte promisiunea de a-şi plăti creditorii, cei ce emiteau obligaţiunile la Florenţa erau în mare măsură chiar cei care le cumpărau. Deloc surprinzător, aveau aşadar un interes major să li se plătească dobânda.

Cu toate acestea, numărul de războaie mai mult sau mai puţin neproductive care puteau fi purtate în acest fel era limitat. Cu cât datoriile oraşelor italiene creşteau, cu atât mai multe obligaţiuni erau emise; şi, cu cât emiteau mai multe obligaţiuni, cu atât creştea şi riscul să nu-şi poată onora angajamentele. De fapt Veneţia pusese la punct un sistem al datoriei publice încă dinaintea Florenţei, la sfârşitul secolului al XII-lea. *Monte vecchio* (Vechiul Munte), numele sub care era cunoscut debitul consolidat, a jucat un rol-cheie în finanţarea războaielor din secolul al XIV-lea cu Genova şi alţi rivali. Un nou munte de datorii s-a înălţat după îndelungatul război cu turcii care a făcut ravagii între 1463 şi 1479: *monte nuovo*[6]. Investitorii primeau dobândă anuală de 5%, plătită de două ori pe an prin diferitele accize (percepute pentru diverse bunuri de consum cum ar fi sarea). La fel ca acele *prestanze* florentine, şi aşa-numitele *prestiti* din Veneţia erau nişte împrumuturi forţate, dar exista şi o a doua piaţă care le dădea posibilitatea investitorilor să-şi vândă obligaţiunile altor investitori şi să primească numerar[7]. Dar la sfârşitul secolului al XV-lea, veneţienii au suferit o serie de înfrângeri militare ce au slăbit considerabil piaţa acestor *prestiti*. După ce au fost cotate la 80% (cu 20% mai puţin decât valoarea lor nominală) în 1497, obligaţiunile veneţiene din *monte nuovo* valorau doar 52% pe la 1500, au revenit la 75% la sfârşitul anului 1502, apoi s-au prăbuşit de la 102% la 40% în 1509. La cele mai scăzute niveluri dintre anii 1509 şi 1529, *monte vecchio* se vindeau la doar 3%, iar *monte nuovo* la 10%[8].

Ei bine, cumpărând o obligaţiune guvernamentală în vreme de război, îţi asumi, bineînţeles, un risc, riscul ca statul să nu îţi plătească dobânda. În acelaşi timp, trebuie să ne amintim că dobânda este plătită la valoarea nominală a obligaţiunii, aşa încât, cumpărând o obligaţiune de 5% cu doar 10% din valoarea ei nominală, poţi câştiga un profit frumuşel de 50%. În esenţă, te aştepţi la un câştig proporţional cu riscul pe care eşti gata să ţi-l asumi. În acelaşi timp, după cum am văzut, piaţa obligaţiunilor e cea care stabileşte ratele dobânzilor pentru economie ca întreg. Dacă statul are de plătit 50%, chiar şi un comerciant de încredere ce are datorii va plăti probabil un fel de primă de război. Nu e o coincidenţă faptul că în anul 1499, pe când Veneţia se lupta pe uscat cu Lombardia şi pe mare cu Imperiul Otoman, a avut loc o criză financiară severă în momentul în care valoarea obligaţiunilor a scăzut foarte mult, iar ratele dobânzilor au crescut[9]. În acelaşi fel, debandada de pe piaţa obligaţiunilor din 1509 a fost rezultatul direct al înfrângerii armatelor veneţiene la Agnadello. În fiecare caz rezultatul a fost acelaşi : afacerile au fost sistate.

Nu numai oraşele-state italiene au contribuit la ascensiunea pieţei obligaţiunilor. Şi în nordul Europei, sistemele de organizare urbane se luptau cu problema finanţării deficitelor lor fără să intre în conflict cu Biserica. Aici s-a ajuns la o soluţie oarecum diferită. Deşi interziceau perceperea unei dobânzi la un împrumut (*mutuum*), legile împotriva cămătăriei nu se aplicau la contractele medievale cunoscute sub numele *census*, care îngăduiau unei părţi să cumpere o serie de plăţi anuale de la cealaltă parte. În secolul al XIII-lea, astfel de anuităţi au început să fie emise de oraşele din nordul Franţei, precum Douai şi Calais, şi de unele oraşe din Flandra, cum ar fi Gent. Acestea luau două forme : *rentes héritables* sau *erfelijkrenten*, fluxuri de venituri perpetue pe care cumpărătorul le putea transmite moştenitorilor ; *rentes viagères* sau *lijfrenten*, care erau valabile doar până la moartea cumpărătorului. Vânzătorul, dar nu şi cumpărătorul avea dreptul de a răscumpăra această *rente* rambursând suma. Pe la mijlocul secolului al XVI-lea, vânzarea de anuităţi ajunsese la 7% din veniturile provinciei Olanda[10].

Atât coroana franceză, cât şi cea spaniolă au încercat să facă rost de bani în acelaşi fel, dar erau nevoite să folosească oraşele ca intermediari. În cazul Franţei, fondurile erau strânse în numele monarhiei de aşa-numitul *hôtel de ville* din Paris ; în cazul Spaniei, aşa-numitele *juros* regale trebuiau să fie tranzacţionate prin Casa di San Giorgio din Genova (un consorţiu privat care a cumpărat dreptul de a colecta taxele oraşului) şi acele *beurs* din Anvers, premergătoare bursei moderne. Numai că aceia care investeau în datoriile caselor regale trebuiau să fie cu mare băgare de seamă. În vreme ce pentru oraşe, datorită formelor lor de conducere oligarhică şi datoriilor de pe plan local, existau mijloace de a le face să-şi respecte promisiunile, acestea nu mai erau valabile în cazul monarhilor absoluţi. Aşa cum am văzut în capitolul 1, în secolele XVI-XVII, coroana spaniolă şi-a încălcat obligaţiile în repetate rânduri, suspendând parţial sau total plăţile către creditori în 1557, 1560, 1575, 1596, 1607, 1627, 1647, 1652 şi 1662[11].

În parte, cauza jenei financiare a Spaniei au reprezentat-o costurile extrem de mari ale încercării zadarnice de a supune provinciile rebele din nordul Ţărilor de Jos, a căror revoltă împotriva dominaţiei spaniole a constituit un moment de cotitură al istoriei şi finanţelor lor. Provinciile Unite, cu instituţiile lor republicane, au combinat avantajele oraşului-stat cu cele ale statului-naţiune. Au reuşit să-şi finanţeze războaiele dezvoltând Amsterdamul ca piaţă pentru o întreagă gamă de noi tipuri de instrumente financiare : nu numai rente viagere sau anuităţi perpetue, ci şi împrumuturi de loterie (prin care investitorii cumpărau nişte şanse mici de a rentabilitate ridicată). Pe la 1650 existau mai

bine de 65.000 de *rentiers* olandezi, oameni care îşi investiseră capitalul în unul sau mai multe dintre aceste instrumente de debit, contribuind astfel la finanţarea îndelungatei lupte a Olandei pentru păstrarea independenţei sale. Pe măsură ce olandezii au trecut de la autoapărare la expansiune imperială, muntele lor de datorii s-a înălţat destul de mult, de la 50 de milioane de guldeni în 1632 la 250 de milioane în 1752. Şi totuşi, randamentul obligaţiunilor olandeze au scăzut constant, până la un minimum de 2,5% în 1747 – semn că acum nu numai că exista o abundenţă de capital în Provinciile Unite, ci şi că investitorii nu mai aveau nici o teamă că autorităţile olandeze s-ar putea să nu-şi onoreze obligaţiile[12].

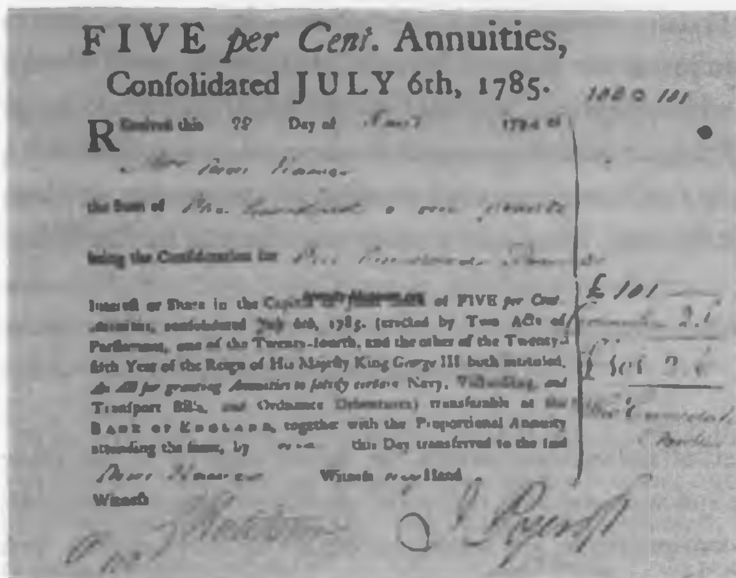
Odată cu Revoluţia Glorioasă din 1688, care l-a alungat de la tron pe James al II-lea în favoarea prinţului de Orania, un olandez protestant, cele de mai sus şi alte inovaţii au trecut şi ele Canalul Mânecii, de la Amsterdam la Londra. Sistemul fiscal englezesc era deja semnificativ diferit de cel al monarhiilor de pe continent. Terenurile deţinute de coroană fuseseră vândute în pierdere cu mult înaintea altor state, sporindu-se puterea parlamentelor de a controla cheltuielile casei regale într-o perioadă când pe teritoriile Spaniei, Franţei şi Germaniei puterea acestora era tot mai slabă. Exista deja o tendinţă vizibilă în direcţia unui serviciu civil profesionist, bazat pe salarii, şi nu pe delapidare. Revoluţia Glorioasă a accentuat această deosebire. Gata cu încălcările regulate ale obligaţiilor (cazul *Stop of Exchequer* din 1672, când Carol al II-lea, înglodat în datorii, suspendase plata datoriilor sale, era încă proaspăt în memoria investitorilor din Londra). Gata cu devalorizările monedelor emise şi controlate de stat, mai ales după adoptarea etalonului aur, în 1717. Parlamentul avea să controleze cheltuielile coroanei regale. În plus, avea să se facă un efort susţinut de a consolidat diferitele datorii ale Dinastiei Stuart acumulate de-a lungul anilor, proces care a culminat cu crearea de către sir Henry Pelham, în 1749, a Fondului Consolidat*[13]. Era o direcţie total opusă faţă de cea urmată în domeniul financiar de Franţa, unde încălcările obligaţiilor de plată au continuat să se repete cu regularitate ; funcţiile erau scoase la mezat pentru a se face rost de bani, şi nu pentru a se completa cu personal serviciul public ; colectarea impozitelor a fost privatizată sau subcontractată ; bugete nu existau decât rareori şi erau aproape de neînţeles ; Stările Generale (un fel de parlament incipient în Franţa) nu se mai întruneau deloc ; şi controlorii generali ai finanţelor se chinuiau să facă rost de bani emiţând *rentes* şi *tontines* (anuităţi vândute supravieţuitorilor din cadrul unor asociaţii) în nişte condiţii exagerat de generoase pentru investitori[14]. La mijlocul secolului al XVIII-lea, la Londra funcţiona o înfloritoare piaţă a obligaţiunilor, în care acele *consols* guvernamentale erau forma dominantă de hârtii de valoare tranzacţionate, obligaţiuni foarte uşor transformabile în numerar – cu alte cuvinte, uşor de vândut – şi atrăgătoare pentru investitorii străini (în special olandezi)[15]. Dimpotrivă, la Paris, lucrurile stăteau cu totul altfel. Era o divergenţă financiară care se va dovedi a avea consecinţe politice profunde.

Deoarece a fost fără îndoială cea mai de succes obligaţiune emisă vreodată, merită să ne oprim puţin pentru a analiza mai atent faimoasa obligaţiune britanică (*consol*). La sfârşitul secolului al XVIII-lea se putea investi în două tipuri : cele cu cupon de 3% şi cele cu cupon de 5%. În rest erau identice, prin faptul că erau obligaţiuni permanente, fără dată fixă de scadenţă, care puteau fi răscumpărate de guvern doar dacă preţul lor de piaţă era egal cu valoarea lor nominală sau mai mare (paritate). Ilustraţia de mai jos reprezintă o obligaţiune tipică, o chitanţă parţial tipărită, parţial scrisă de mână, consemnând suma investită, valoarea nominală a certificatului, numele investitorului şi data :

---

* De unde numele *consols* pentru noile obligaţiuni guvernamentale britanice standardizate.

Am primit în această zi de 22 ianuarie 1796 de la doamna Anna Hawes suma de una sută una lire însemnând suma plătită pentru o sută de lire dobânda sau o parte de capital sau din fondul social al anuităţilor de 5%, consolidat la 6 iulie 1785... transferabil la Banca Angliei...


FIVE *per Cent.* Annuities,
Confolidated JULY 6th, 1785.

O obligaţiune *consol* de 5% cumpărată de Anna Hawes în ianuarie 1796

Datorită faptului că plătise 101 lire pentru o rentă viageră de 100 de lire, doamna Hawes îşi asigurase un randament anual al investiţiei sale de 4,95%. Nu era un momentul tocmai potrivit pentru investiţii. În luna aprilie a acelui an s-a înregistrat prima victorie, la Montenotte, a unei armate franceze conduse de un tânăr corsican, Napoleon Bonaparte. În mai a ieşit învingător şi la Lodi. În următoarele două decenii, acest om avea să reprezinte o ameninţare mai mare pentru securitatea Imperiului Britanic şi stabilitatea sa financiară, ca să nu mai vorbim de pacea Europei, decât toţi Habsburgii şi Bourbonii la un loc. Pentru înfrângerea sa avea să se înalţe alt munte de datorii. Şi, pe măsură ce muntele se tot înălţa, valoarea *rentelor viagere* individuale scădea – chiar şi cu câte 30% atunci când britanicilor le-a mers cel mai prost.

Nu mulţi – şi cu atât mai puţin doamna Anna Hawkes – ar fi putut anticipa în 1796 evoluţia meteorică a micului corsican care va ajunge împărat al Franţei şi stăpân al continentului european. Dar, în aceeaşi perioadă, avea să se petreacă un eveniment mai remarcabil (şi mai îndelungat) privind mobilitatea socială. La doar câţiva ani după înfrângerea finală a lui Napoleon la Waterloo, un om, care crescuse în atmosfera sumbră a ghetoului din Frankfurt, s-a ridicat ca un fel de Bonaparte al finanţelor : stăpânul pieţei obligaţiunilor şi – unii au îndrăznit să sugereze – chiar stăpânul politicii europene. Numele acestuia era Nathan Rothschild.

Un Bonaparte al finanţelor

Stăpân al unei averi fără margini, se laudă că e arbitrul păcii şi războiului şi că de consimţământul său depinde creditul unor naţiuni ; sunt fără număr cei cu care corespondează ; mesagerii săi sunt mai mulţi decât cei ai prinţilor încoronaţi şi ai suveranilor absoluţi ; miniştrii statului sunt oameni plătiţi de el. Cel mai de seamă în cabinetele miniştrilor din Europa continentală, el aspiră să domine şi cabinetul nostru[16].

Aceste cuvinte au fost rostite în 1828 de Thomas Dusccombe, membru radical al parlamentului. Cel la care se referea era Nathan Mayer Rothschild, fondatorul sucursalei din Londra a ceea ce avea să fie principala bancă din lume, în cea mai mare parte a secolului al XIX-lea[17]. Familia Rothschild s-a îmbogăţit datorită pieţei obligaţiunilor, în aşa măsură, încât şi-a permis să construiască 41 de imobile grandioase peste tot în Europa, printre care şi Waddesdon Manor din Buckinghamshire, care a fost restaurat în toată splendoarea sa de al patrulea lord Rothschild, stră-stră-strănepotul lui Nathan. După spusele lordului Rothschild, ilustrul său înaintaş era „mic la stat, gras, obsesiv, extrem de inteligent, foarte concentrat la ceea ce făcea... Nu-mi pot închipui că era tocmai plăcut să faci afaceri cu el". Vărul său Evelyn de Rothschild are cam aceeaşi părere. Privind portretul lui Nathan Rothschild din sala de şedinţe a companiei N.M. Rothschild de pe St. Swithin's Lane din Londra, mărturiseşte : „Cred că era foarte ambiţios şi mai cred că era foarte hotărât în ceea ce făcea. Nu cred că-i suferea pe oamenii proşti".

Deşi cei din familia Rothschild aveau patima scrisorilor, s-au păstrat foarte puţine dintre cele trimise de Nathan către fraţii săi. Dar există o pagină care arată ce fel de om era. Scrisă, ca toate celelalte misive ale sale, în *Judendeutsch* (germana transliterată în alfabetul ebraic), sintetizează ceea ce s-ar putea numi etica sa profesională evreiască şi nemulţumirea stârnită de fraţii săi mai puţin aplecaţi spre afaceri :

Vă scriu ca să vă spun părerea mea, pentru că e datoria mea afurisită să vă scriu... Am tot citit scrisorile voastre nu o dată, ci poate şi de o sută de ori. Vă puteţi închipui şi voi asta. După cină de obicei nu am nimic de făcut. Cărţi nu citesc şi nu joc, la teatru nu mă duc, bucuria vieţii mele sunt afacerile şi atunci mă apuc să citesc scrisorile lui Amschel, Salomon, James şi Carl... În ceea ce priveşte scrisoarea lui Carl [despre cumpărarea unei case mai mari la Frankfurt]... e prostie curată pentru că, atâta vreme cât afacerile noastre merg bine şi suntem bogaţi, toată lumea o să ne linguşească, iar cei care nu au nici un interes de a obţine vreun profit cu ajutorul nostru or să ne pizmuiască pentru asta. Salomon al nostru e prea bun şi prea îngăduitor cu toţi şi cu toate şi, dacă vreun parazit îi şopteşte ceva la ureche, el crede că lumea e plină numai de oameni cu spirit nobil [;] adevărul e că aceia nu îşi urmăresc decât propriul interes[18].

Nu e de mirare că fraţii îl numeau pe Nathan „comandantul". Salomon se plângea amărât în 1815 : „Nu ne scrii decât : plătiţi asta, plătiţi aialaltă, trimiteţi asta, trimiteţi aialaltă"[19]. Exact această energie fenomenală, dimpreună cu geniul său financiar înnăscut, a fost cea care l-a propulsat pe Nathan din anonimatul aşa-numitului *Judengasse* din Frankfurt la dominarea pieţei obligaţiunilor din Londra. Dar, şi de data aceasta, ocazia unei inovaţii financiare a oferit-o tot războiul.

În dimineaţa de 18 iunie 1815, 67.000 de ostaşi britanici, olandezi şi germani, sub comanda ducelui de Wellington, priveau câmpul de luptă de la Waterloo, aflat nu departe de Bruxelles, spre trupele franceze cam la fel de numeroase, aflate sub comanda împăratului

francez Napoleon Bonaparte. Bătălia de la Waterloo era culminarea a mai bine de două decenii de conflicte intermitente între Marea Britanie şi Franţa. Dar era mai mult decât o bătălie între două armate. Era un conflict între două sisteme financiare rivale: unul, cel francez, care sub Napoleon devenise un sistem bazat pe jaf (impozitarea celor cuceriţi); celălalt, cel britanic, bazat pe datorii.

Niciodată nu mai fuseseră emise atâtea obligaţiuni pentru finanţarea unui conflict militar. Între 1793 şi 1815 datoria publică a britanicilor crescuse de trei ori, ajungând la 745 de milioane de lire, adică mai mult decât dublul producţiei anuale a economiei Regatului Unit. Dar această creştere a emisiunilor de obligaţiuni a afectat în mod considerabil piaţa londoneză. Din februarie 1792, preţul unei obligaţiuni tipice de 100 de lire cu 3% scăzuse de la 96 de lire la 60 de lire în ajunul bătăliei de la Waterloo, iar la un moment dat (în 1797) ajungând chiar sub 50 de lire. Erau vremuri grele pentru cei ca doamna Anna Hawes.

Potrivit unei vechi legende, primele milioane din averea familiei Rothschild s-au datorat speculaţiilor lui Nathan, care a intuit efectul rezultatului bătăliei asupra preţului obligaţiunilor britanice. În unele versiuni ale poveştii, Nathan s-a dus să vadă lupta cu ochii lui, şi-a asumat riscul de a traversa Canalul Mânecii pe furtună pentru a ajunge la Londra înaintea veştilor oficiale despre victoria lui Wellington, a cumpărat obligaţiuni înainte ca preţului acestora să crească puternic şi şi-a băgat în buzunar între 20 şi 135 de milioane de lire. Mai târziu naziştii s-au străduit cât au putut să înflorească legenda asta. În 1940 Joseph Goebbels a aprobat publicarea volumului *Die Rothschilds*, care prezenta imaginea unui Nathan onctuos ce mituia un general francez pentru a fi sigur de victoria lui Wellington, apoi, în mod deliberat, răspândea un zvon fals la Londra cu privire la soarta războiului pentru a stârni panică pe piaţă şi a-i face pe investitori să vândă obligaţiunile britanice, grăbindu-se apoi să cumpere preţuri de nimic. Şi totuşi, în realitate lucrurile s-au petrecut cu totul altfel[20]. Nu numai că familia Rothschild nu a făcut bani de pe urma victoriei lui Wellington, ci a fost aproape ruinată din pricina asta. A făcut avere nu datorită victoriei de la Waterloo, ci în ciuda acesteia.

După o serie de intervenţii ratate, în august 1808, trupele britanice luptau împotriva lui Napoleon pe continent, când viitorul duce de Wellington, pe vremea aceea doar un general-locotenent, sir Arthur Wellesley, a condus o forţă expediţionară în Portugalia, invadată de francezi cu un an înainte. În cea mai mare parte a următorilor şase ani, a fost mai mereu nevoie să se aducă în Peninsula Iberică oameni şi material militar. Prin vânzarea obligaţiunilor către populaţie se strânseseră o grămadă de lichidităţi pentru guvernul britanic, dar pe îndepărtatele câmpuri de luptă bancnotele nu prea foloseau la mare lucru. Ca să asigure aprovizionarea trupelor şi să-i plătească şi pe aliaţii Marii Britanii împotriva Franţei, Wellington avea nevoie de o monedă care să fie universal acceptabilă. Dificultatea era să se transforme banii adunaţi pe piaţa obligaţiunilor în monede de aur şi să se şi transporte aceste monede acolo unde era nevoie de ele. Era foarte costisitor şi periculos de trimis guinee de aur de la Londra la Lisabona în vreme de război. Dar, atunci când negustorii portughezi au refuzat cambiile oferite de Wellington, părea că singura soluţie era expedierea banilor lichizi.

Fiul unui negustor de antichităţi şi broker din Hamburg care nu avusese cine ştie ce succes în afaceri, Nathan Rothschild ajunsese în Marea Britanie abia în 1799 şi îşi petrecuse cea mai mare parte a următorilor zece ani în noua zonă industrializată din nordul Angliei, cumpărând textile şi expediindu-le în Germania. Abia în 1811 s-a făcut bancher, la Londra. Şi atunci cum de apelase la el guvernul britanic la ceas de restrişte financiară?

Răspunsul rezidă în faptul că Nathan câştigase o preţioasă experienţă în contrabanda cu aur pe continent, spărgând blocada pe care o instituise Napoleon asupra comerţului dintre Anglia şi Europa. (Adevărul e că era o încălcare a blocadei la care autorităţile franceze cam închideau ochii, din convingerea simplist mercantilă că orice cantitate de aur ieşea din Anglia nu putea decât să slăbească eforturile de război ale britanicilor.) În ianuarie 1814, ministrul de Finanţe l-a autorizat pe comisarul-şef John Charles Herries „să se folosească de acel gentleman [Nathan] în cel mai tainic şi mai confidenţial mod ca să strângă din Germania, Franţa şi Olanda cât mai multă monedă franceză în aur şi argint, dar care să nu întreacă valoarea de 600.000 de lire sterline, de care poate să facă rost în două luni, începând din clipa aceasta". Aceşti bani urmau să fie încărcaţi pe navele britanice din portul olandez Hellevoetsluis şi trimişi lui Wellington, care, la acel moment, trecuse Pirineii, pătrunzând în Franţa. Era o operaţiune de mare amploare, ce depindea de capacitatea fraţilor Rothschild de a se folosi de reţeaua lor de credite, care se întindea de-o parte şi de cealaltă a Canalului Mânecii, pentru a face acest transfer de metal preţios pe scară atât de largă. S-au achitat de această sarcină atât de bine, încât, la scurtă vreme, Wellington le trimitea o scrisoare în care a-şi exprima recunoştinţa pentru „amplele... cantităţi de bani". Iar Herries sublinia : „Rothschild, din poziţia sa, a îndeplinit feluritele sarcini care i s-au încredinţat pe această linie în mod admirabil şi, cu toate că e *evreu* [*sic*], am avut mare încredere în el". Până în mai 1814 Nathan furnizase guvernului aproape 1,2 milioane de lire sterline, de două ori mai mult decât fusese prevăzut în instrucţiunile iniţiale care îi fuseseră transmise.

Chiar dacă războiul se apropia de sfârşit, era, fără îndoială, un mare risc să aduni o cantitate atât de mare de aur. Dar, din punctul de vedere al familiei Rothschild, în schimbul misiunii acesteia atât de dificile au putut cere suficient pentru a justifica riscurile. Erau oamenii potriviţi pentru această misiune pentru că aveau deja o reţea bancară în sânul familiei – Nathan la Londra, Amschel la Frankfurt, James (mezinul) la Paris, Carl la Amsterdam, iar Salomon se deplasa oriunde socotea Nathan că este nevoie. Răspândiţi prin Europa, cei cinci fraţi Rothschild deţineau o poziţie unică pentru a exploata diferenţele de preţuri şi de curs valutar dintre pieţe, procesul numit arbitraj. Dacă preţul aurului era, să spunem, mai mare la Paris decât la Londra, James, aflat la Paris, vindea aur pe cambii, pe care le trimitea la Londra, unde Nathan le folosea pentru a cumpăra o cantitate mare de aur. Faptul că tranzacţiile efectuate între ei în numele lui Herries erau suficient de ample ca să afecteze aceste diferenţe de preţ nu a făcut decât să crească profitabilitatea afacerii. De asemenea, bancherii Rothschild administrau şi unele dintre subvenţiile importante plătite aliaţilor de pe continent ai Marii Britanii. Prin iunie 1814, Herries a calculat să aceştia au efectuat plăţi de acest gen în valoare de 12,6 milioane de franci. „Domnul Rothschild", remarca prim-ministrul, lordul Liverpool, „ne-a devenit un prieten foarte util". După cum îi mărturisea lordului Castlereagh, ministrul de Externe : „Nu ştiu ce ne-am fi făcut fără el...". Fraţii lui Nathan îl porecleau deja „stăpânul bursei".

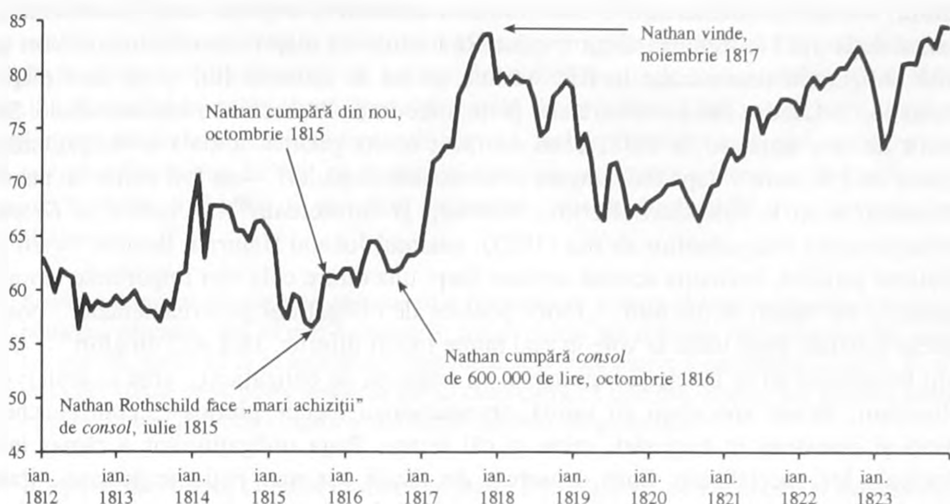
După abdicarea din aprilie 1814, Napoleon a fost exilat pe mica insulă italiană Elba, pe care a continuat s-o conducă de parcă era un imperiu în miniatură. Dar era prea mică să-l încapă. Pe 1 martie 1815, spre consternarea monarhilor şi miniştrilor adunaţi la Congresul de la Viena pentru restabilirea ordinii în Europa, Napoleon s-a întors în Franţa, hotărât să readucă la viaţă imperiul. Veterani din la *grande armee* s-au strâns sub stindardul său. Nathan Rothschild a reacţionat la „aceste veşti neplăcute" reîncepând imediat să cumpere aur, achiziţionând toate lingourile şi monedele de aur pe care el şi fraţii săi au reuşit să pună mâna şi oferindu-le lui Herries pentru a-i fi expediate lui Wellington. În

total, fraţii Rothschild au oferit monede de aur în valoare de peste două milioane de lire – suficient pentru a umple 884 de lăzi şi 52 de poloboace. În acelaşi timp, Nathan s-a oferit să aibă grijă de subvenţiile aliaţilor de pe continent ai Marii Britanii, astfel că totalul tranzacţiilor sale cu Herries în 1815 a atins aproape 9,8 milioane de lire. Cu un comision între 2 şi 6 procente la toate aceste tranzacţii, întoarcerea lui Napoleon promitea să-i îmbogăţească pe fraţii Rothschild. Dar a existat şi un risc pe care Nathan îl subestimase. Cumpărând ca apucatul o cantitate uriaşă de aur, el a presupus că, aşa cum s-a întâmplat în toate celelalte războaie cu Napoleon, şi acesta avea să fie de lungă durată. A fost o eroare de calcul care era i-a fost aproape fatală.

Wellington a spus că bătălia de la Waterloo a fost „o victorie la mustaţă". După o zi de şarje brutale şi contraşarje, după o apărare eroică, sosirea într-un târziu a armatei prusace s-a dovedit a fi în cele din urmă decisivă. Pentru Wellington, a fost o victorie glorioasă. Nu şi pentru fraţii Rothschild. Bineînţeles că pe Nathan Rothschild l-a bucurat că a fost cel dintâi care a aflat vestea înfrângerii lui Napoleon, datorită vitezei curierilor săi, cu aproape 48 de ore înainte ca maiorul Henry Persy să prezinte oficial cabinetului mesajul lui Wellington. Dar, indiferent cât de devreme a ajuns vestea la el, nu era deloc de bun augur din punctul de vedere al lui Nathan. Nu se aşteptase la un rezultat atât de decisiv şi atât de rapid. Acum el şi fraţii lui stăteau călare pe o grămadă de bani de care nu mai avea nimeni nevoie – pentru a acoperi cheltuielile unui război care se încheiase. Odată cu instaurarea păcii, marile armate care se luptaseră cu Napoleon puteau fi demobilizate, iar coaliţia aliaţilor desfiinţată. Asta însemna că nu mai erau de plătit solde ostaşilor şi nici subvenţii aliaţilor Marii Britanii din timpul războiului. Preţul aurului, care urcase până la cer în timpul războiului, avea să scadă. Nathan nu avea să se aleagă cu imensele profituri din legendă, ci cu pierderi uriaşe care aveau să tot sporească.

Dar mai exista o portiţă de scăpare : fraţii Rothschild puteau folosi aurul acumulat pentru a face un masiv şi extrem de riscant pariu pe piaţa obligaţiunilor. Pe 20 iulie 1815 ediţia de seară a ziarului londonez *Courier* anunţa că Nathan „achiziţionase un mare număr de acţiuni", adică obligaţiuni ale guvernului britanic. Nathan îşi făcuse socoteala că, odată cu victoria britanicilor de la Waterloo şi în perspectiva unei reduceri a datoriei publice, preţul obligaţiunilor britanice va urca abrupt. Nathan a cumpărat mai departe şi, pe măsură ce preţul acestora a crescut, el a continuat să cumpere. În ciuda insistenţelor disperate ale fraţilor săi de a obţine profituri, Nathan şi-a păstrat cumpătul încă un an. În cele din urmă, la sfârşitul anului 1817, când preţul obligaţiunilor urcase cu mai bine de 40%, a vândut. Dacă ţinem seama de efectele puterii de cumpărare a lirei asupra inflaţiei şi a creşterii economice, astăzi profitul său s-ar ridica la 600 de milioane de lire. A fost una dintre cele mai îndrăzneţe tranzacţii din istoria finanţelor, una care a smuls o victorie financiară din ghearele înfrângerii militare a lui Napoleon. Contemporanilor nu le-a scăpat asemănarea dintre învingător şi învins. După cum spunea unul dintre partenerii de la Barings, marea rivală a Băncii Rothschild, „trebuie să mărturisesc sincer că eu nu am îndrăzneala să fac operaţiuni ca ale sale. Acestea sunt în general bine plănuite, cu mare inteligenţă şi măiestrie în execuţie – dar în materie de bani şi fonduri, el e ceea ce a fost Bonaparte în război"[21]. Pentru scriitorul german Ludwig Börne, secretarul prinţului Metternich, cancelarul Austriei, familia Rothschild era pur şi simplu *die Finanzbonaparten*[22]. Alţii au mers şi mai departe, deşi nu fără o urmă de ironie. Poetul german Heinrich Heine afirma în martie 1841 : „În vremurile de azi zeul nostru e banul, iar Rothschild, profetul său"[23].

Evoluţia preţurilor pentru *consol* (obligaţiuni perpetue, Regatul Unit), 1812-1822



Într-o măsură care şi astăzi rămâne uluitoare, fraţii Rothschild au continuat să domine finanţele internaţionale în jumătatea de secol ce a urmat bătăliei de la Waterloo. Această realizare li s-a părut atât de extraordinară contemporanilor lor, încât au căutat adesea s-o explice în termeni mistici. Conform unei explicaţii din anii 1830, familia Rothschild îşi datora averea faptului că avea în posesie un misterios „talisman evreiesc", care i-a îngăduit lui Nathan Rothschild, fondatorul băncii din Londra, să devină „leviatanul pieţelor monetare din Europa"[24]. Poveşti asemănătoare se spuneau chiar şi în anii 1890 în Zona de rezidenţă, unde erau siliţi să locuiască evreii din Rusia[25]. După cum am văzut, naziştii au preferat să atribuie succesul familiei Rothschild manevrelor de manipulare a pieţei de capital şi altor practici necinstite. Mituri de acest fel circulă chiar şi astăzi. Potrivit bestsellerului lui Song Hongbing *Războaiele valutare*, publicat în China în 2007, bancherii Rothschild continuă să controleze sistemul monetar mondial prin presupusa lor influenţă asupra Sistemului Rezervelor Federale[26].

Realitatea mai prozaică este că fraţii Rothschild au fost în stare să-şi consolideze succesele spre sfârşitul Războaielor Napoleoniene ca să se afirme ca jucători dominanţi pe o piaţă londoneză a obligaţiunilor care devenea tot mai internaţională. Au reuşit construindu-şi o bază de capital şi o reţea de informatori care au devenit curând mult superioare celor ale principalilor lor rivali, bancherii din familia Baring. Între 1815 şi 1859, s-a estimat că banca lor din Londra a emis 14 obligaţiuni suverane cu o valoare nominală de aproape 43 de milioane de lire, mai bine de jumătate din totalul obligaţiunilor emise de toate băncile din Londra[27]. Deşi obligaţiunile guvernamentale britanice constituiau principalele titluri financiare pe care le-au scos pe piaţă pentru investitori, au vândut şi obligaţiuni franceze, prusace, austriece, napolitane şi braziliene[28]. În plus, au monopolizat complet emiterea de obligaţiuni de către guvernul Belgiei după 1830. De obicei, banca Rothschild cumpăra câte o tranşă de obligaţiuni noi direct de la un guvern, percepând un comision pentru distribuirea acestora către reţeaua lor de brokeri şi investitori din toată Europa şi remiţând fonduri guvernului doar în momentul în care se încasau toate ratele de la cumpărători. În general erau diferenţe mari între preţul pe care li-l plăteau fraţii Rothschild debitorilor suverani şi cel pe care li-l cereau investitorilor (cu o marjă de

manevră pentru o „creştere" suplimentară după oferta publică iniţială). Desigur, după cum am văzut, se acordaseră şi înainte împrumuturi internaţionale masive, mai ales la Genova, Anvers şi Amsterdam[29]. Dar trăsătura distinctivă a pieţei obligaţiunilor de la Londra după 1815 a fost insistenţa fraţilor Rothschild ca majoritatea noilor debitori să emită obligaţiuni denominate în lire sterline, şi nu în moneda lor, şi să facă plăţile dobânzilor la Londra sau pe oricare alte pieţe unde fraţii Rothschild aveau sucursale. S-a stabilit un nou standard în 1818, când au făcut oferta publică iniţială a obligaţiunilor prusace de 5%, care – după îndelungate şi tensionate negocieri* – au fost emise nu numai la Londra, ci şi la Frankfurt, Berlin, Hamburg şi Amsterdam[30]. În cartea sa *Despre tranzacţionarea obligaţiunilor de stat* (1825), neamţul Johann Heinrich Bender, expert în probleme juridice, evidenţia această acţiune drept una dintre cele mai importante inovaţii financiare ale băncii Rothschild: „Orice posesor de obligaţiuni guvernamentale... poate colecta dobânda după buna sa voie în mai multe locuri diferite, fără nici un efort"[31]. Dar fraţii Rothschild nu se îndeletniceau numai cu emiterea de obligaţiuni: erau şi dealeri de obligaţiuni, făceau speculaţii cu valută, tranzacţionau metale preţioase, erau bancheri privaţi şi investeau în asigurări, mine şi căi ferate. Piaţa obligaţiunilor a rămas însă principala lor specializare. Spre deosebire de rivalii lor mai puţin importanţi, fraţii Rothschild şi-au câştigat un renume tranzacţionând doar ceea ce am numi astăzi valori mobiliare de clasă investiţională. La nici o obligaţiune emisă de ei în anii 1820 nu s-a suspendat plata până în 1829, în ciuda unei crize a datoriilor în America Latină la mijlocul acelui deceniu (prima dintre mai multe).

Succesul a adus cu el tot mai multă bogăţie. La moartea sa, în 1836, averea personală a lui Nathan era echivalentul a 0,62% din venitul naţional al Marii Britanii. Între 1818 şi 1852, capitalul combinat al celor cinci bănci Rothschild (din Frankfurt, Londra, Napoli, Paris şi Viena) a crescut de la 1,8 milioane la 9,5 milioane de lire. Încă din 1825 capitalul lor cumulat era de nouă ori mai mare decât cel al băncii fraţilor Baring şi al Banque de France. Pe la 1899, cu un capital de 41 de milioane de lire, depăşea capitalul celor mai mari cinci bănci germane la un loc. Firma a devenit tot mai mult administratorul multinaţional al averii familiei extinse a directorilor. Pe măsură ce numărul lor a crescut de la o generaţie la alta, unitatea familiei a fost menţinută atât prin contracte revizuite periodic între cele cinci bănci, cât şi prin căsătorii între veri sau între unchi şi nepoate. Din 21 de căsătorii în care au fost implicaţi descendenţi ai tatălui lui Nathan, Mayer Amschel Rothschild, care au fost oficiate între 1824 şi 1877, în nu mai puţin de 15 cazuri mirii erau urmaşi direcţi ai acestuia. În plus, sentimentul de identitate şi ţeluri comune ca „familie regală caucaziană [evreiască]" a fost întărit şi mai mult de fidelitatea colectivă

* La un moment dat, când directorul Trezoreriei Prusiei, Christian Rother, a încercat să modifice termenii, după ce contractul de împrumut fusese semnat, Nathan a izbucnit: „Dragul meu prieten, eu mi-am făcut datoria faţă de Dumnezeu, faţă de regele vostru şi faţă de ministrul de Finanţe von Rother, toţi banii mei au şi plecat către voi, la Berlin... iar acum e rândul vostru şi datoria voastră faţă de ai voştri să vă respectaţi cuvântul, şi nu să veniţi cu alte treburi, totul trebuie să rămână aşa cum ne-am înţeles ca între bărbaţi şi eu nu mă aştept la altceva, după cum poţi vedea din faptul că eu am trimis banii. Clica politică de acolo nu poate face nimic împotriva lui N.M Rothschild, el e cel ce are banii, forţa şi puterea, camarila este neputincioasă, iar regele Prusiei, prinţul Hardenberg şi ministrul Rother trebuie să fie încântaţi şi să-i mulţumească lui Rothschild, care vă trimite atâţia bani [şi] creşte creditul Prusiei". Faptul că un evreu născut în ghetoul din Frankfurt îi putea scrie în aceşti termeni unui funcţionar prusac spune foarte multe despre revoluţia socială întruchipată de Nathan Rothschild şi de fraţii lui.

a familiei faţă de credinţa mozaică, într-o perioadă când alte familii evreieşti au lunecat spre apostazie sau căsătorii mixte.

Bătrânul Mayer Amschel îi admonestase de multe ori pe cei cinci fii ai săi : „Dacă nu reuşiţi să vă faceţi iubiţi, măcar să vă faceţi temuţi". Pe măsură ce se înscăuna ca stăpână a pieţei obligaţiunilor în lumea financiară la mijlocul secolului al XIX-lea, familia Rothschild era deja mai degrabă temută decât iubită. Unii reacţionari ai dreptei deplângeau ascensiunea unei noi forme de bogăţie, mai profitabilă şi mai uşor transformabilă în numerar decât cea bazată pe bunurile funciare ale elitei aristocratice din Europa. Heinrich Heine a înţeles că sistemul financiar creat de Rothschild avea ceva profund revoluţionar :

Sistemul titlurilor fiduciare le dă oamenilor libertatea de a alege să locuiască oriunde le place ; pot locui oriunde, fără să mai muncească, trăind numai din dobânda obligaţiunilor lor, averea lor mobilă, astfel că ei se asociază, constituind adevărata putere a capitalelor noastre. Şi ştim de multă vreme ce se poate întâmpla atunci când energiile cele mai diverse pot coexista alături, când se ajunge la o centralizare a autorităţii intelectuale şi sociale.

În opinia lui Heine, numele Rothschild poate fi pus alături de Richelieu şi Robespierre, ca unul dintre cele „trei nume înfricoşate care au adus distrugerea treptată a vechii aristocraţii". Richelieu îi distrusese puterea, Robespierre i-a decapitat rămăşiţele decadente, iar acum Rothschild a oferit Europei o nouă elită :

...ridicând sistemul obligaţiunilor guvernamentale la puterea supremă... [şi] înzestrând banul cu vechile privilegii pe care le avea deţinerea unor domenii. Cu siguranţă, el a creat o nouă aristocraţie, dar care se bazează pe cel mai nesigur element, pe ban... [care] e mai fluid decât apa şi mai nestatornic decât aerul...[32].

În acelaşi timp, radicalii de stânga deplângeau ascensiunea unei noi forţe în sfera politică, având drept de veto asupra finanţelor publice şi deci şi asupra celor mai multe politici. În urma succesului lui Rothschild în domeniul emisiunilor de obligaţiuni pentru Austria, Prusia şi Rusia, Nathan era caricaturizat ca agentul de asigurări al „Găunoasei Alianţe", care ajuta la protejarea Europei de flăcările politicii liberale[33]. În 1821 el a primit chiar o ameninţare cu moartea din pricina „legăturilor sale cu puterile străine şi, mai ales, pentru sprijinul acordat Austriei ca model de guvernare împotriva libertăţilor Europei"[34]. În 1842 istoricul liberal Jules Michelet nota în jurnalul său : „Domnul Rothschild îl cunoaşte pe fiecare dintre prinţii Europei în parte şi pe toţi brokerii de la bursă. Ştie pe de rost toate conturile acestora, şi pe cele ale brokerilor, şi pe cele ale regilor ; şi poate discuta cu ei fără să-şi mai consulte registrele. Îi spune câte unuia : «Contul tău intră pe deficit dacă îl numeşti ministru pe cutare»"[35]. După cum se poate bănui, deoarece Rothschild era evreu, asta a stârnit şi mai mult prejudecăţile antisemite, şi aşa adânc înrădăcinate. Abia îşi făcuse familia Rothschild intrarea pe scena americană în anii 1830, că guvernatorul statului Mississippi îl acuza pe „baronul Rothschild" că „îi curge prin vine sângele lui Iuda şi Shylock... şi îmbină însuşirile amândurora". În acelaşi veac, scriitorul populist „Monedă" Harvey va descrie Banca Rothschild ca pe o imensă caracatiţă neagră care îşi întindea tentaculele asupra lumii întregi[36].

Dar cea mai mare indignare se pare că o stârnea capacitatea familiei Rothschild de a permite sau a interzice războaiele după bunul plac. Încă din 1828, prinţul Pückler-Muskau vorbea despre „Rothschild... fără de care nici o putere a Europei de astăzi nu pare să fie

în stare să poarte un război"[37]. Un comentator de la începutul secolului XX* punea foarte deschis întrebarea :

> Chiar crede cineva serios că un mare război poate fi pornit de un stat european, sau de oricare stat plin de datorii, dacă nu sunt de acord cu asta Casa Rothschild şi legăturile sale ?[38]

Şi, într-adevăr, s-ar putea presupune că familia Rothschild avea nevoie de război. La urma urmei, războiul a fost cel care i-a oferit lui Nathan Rothschild cea mai mare afacere. Fără războaie, statele din veacul al XIX-lea nu ar fi avut mare nevoie să emită obligaţiuni. După cum am văzut, războiul a tins totuşi să afecteze preţul obligaţiunilor existente datorită creşterii riscului ca (la fel ca în Veneţia secolului al XVI-lea) un stat datornic să nu-şi poată onora obligaţiile asumate în situaţia în care e învins şi îşi pierde teritoriile. Spre mijlocul secolului al XIX-lea, membrii familiei Rothschild deveniseră, din negustori, ordonatori de credit, administrându-şi cu grijă imensul portofoliu de obligaţiuni guvernamentale. Acum, după ce au făcut bani, aveau mai mult de pierdut decât au câştigat de pe urma conflictului. Din acest motiv au fost permanent ostili năzuinţelor spre unitate naţională din Italia şi din Germania. Şi tot din acest motiv au privit cu nelinişte implicarea Statelor Unite într-un război intern. Fraţii Rothschild deciseseră rezultatul Războaielor Napoleoniene punându-şi întreaga forţă financiară în sprijinul Marii Britanii. De data asta aveau să contribuie la deciderea sorţii Războiului de Secesiune din America – hotărând să stea deoparte.

Cum a fost doborâtă Confederaţia

În mai 1863, la doi ani după începerea Războiului de Secesiune din America, generalul-maior Ulysses S. Grant a cucerit oraşul Jackson, centrul administrativ al statului Mississippi, şi a forţat armata confederată, aflată sub conducerea generalului-locotenent John. C. Pemberton, să se retragă spre vest, către Vicksburg, pe malul fluviului Mississippi. Înconjurată, în situaţia în care canonierele unioniste o bombardau din spate, armata lui Pemberton a respins două atacuri ale unioniştilor, dar, în cele din urmă, a fost nevoită să se predea, înfometată în urma unui asediu crâncen. Pe 4 iulie, Ziua Independenţei, Pemberton s-a predat. Din acel moment, statul Mississippi era în mod clar în mâinile nordiştilor. Sudul era efectiv frânt în două.

Căderea oraşului Vicksburg e socotită întotdeauna una dintre marile răsturnări de situaţie ale războiului. Şi totuşi, din punct de vedere financiar, nu a fost una decisivă. Evenimentul-cheie avusese loc cu un an mai înainte, la două sute de mile distanţă, în

---

* Este vorba despre J.A. Hobson, autorul lucrării *Imperialismul* (1902). Deşi este încă renumit drept unul dintre primii critici liberali ai imperialismului, Hobson îşi formula clar ostilitatea antisemită faţă de finanţe : „Magnaţii bursei îşi câştigă banii prin manevrarea unei mari cantităţi de acţiuni, lansarea unor companii, manipularea fluctuaţiei valorilor. Aceste mari afaceri – activitatea bancară, intermedierea, scontarea poliţelor, acordarea de împrumuturi, promovarea unor companii – formează ganglionul central al capitalismului internaţional. Aceştia se află în situaţia de a controla politica naţiunilor, uniţi de cele mai strânse legături de organizare, întotdeauna în relaţii dintre cele mai strânse şi mai prompte unul cu altul, înfipţi în inima capitalului de afaceri din fiecare stat, cel puţin în privinţa Europei, mai ales prin oameni de o anumită rasă, care au în spatele lor secole de experienţă financiară".

aval, unde fluviul Mississippi se varsă în Golful Mexic. Pe 29 aprilie 1862 ofițerul-amiral David Farragut trecuse de bateriile forturilor Jackson și St. Philip, cucerind astfel orașul New Orleans. A fost o ciocnire mult mai puțin sângeroasă și de mai scurtă durată decât asediul de la Vicksburg, dar la fel de dezastruoasă pentru cauza sudistă.

Finanțele Confederației constituie una dintre marile ocazii ratate ale istoriei Statelor Unite[39]. Căci, în definitiv, și lipsa de bani lichizi, și lipsa capacității industriale și a forței armate au zădărnicit ceea ce, în termeni militari, a constituit un efort impresionant al statelor sudiste. La începutul războiului, în absența unui sistem preexistent de fiscalitate centralizată, trezoreria confederată, abia în formare, își plătise armata vânzându-le cetățenilor obligațiuni, sub forma a două mari împrumuturi, de 15 milioane, respectiv 100 de milioane de dolari. Numai că în Sud exista doar o cantitate limitată de capital lichid, din cauza numeroaselor ferme independente și orașe relativ mici. Mai târziu s-a susținut că, pentru a supraviețui, confederații au apelat la băncile Rothschild, în speranța că dinastia financiară cea mai mare din lume i-ar fi putut ajuta să-i învingă pe nordiști, așa cum l-a ajutat și pe Wellington să-l înfrângă pe Napoleon la Waterloo.

Ideea nu era cu totul fantezistă. August Belmont, agentul băncii Rothschild de la New York, urmărea îngrozit cum Statele Unite se îndreptau spre război civil. Ca președinte la nivel național al Partidului Democrat, fusese unul dintre principalii susținători ai lui Stephen A. Douglas, adversarul lui Abraham Lincoln la alegerile prezidențiale din 1860. Belmont a continuat să critice cu înverșunare ceea ce el numea „greșeala fatală a lui Lincoln de confiscare și emancipare forțate"[40]. Salomon de Rothschild, al treilea fiu al lui James, își manifestase și el simpatiile prosudiste în scrisorile trimise acasă înainte de izbucnirea războiului[41]. Unii comentatori nordiști au tras concluzia evidentă: băncile Rothschild îi sprijinea pe sudiști. *Chicago Tribune*, în 1864, tuna și fulgera că „Belmont, dinastia Rothschild și tot tribul lor de evrei... achiziționează obligațiuni confederate". Un susținător al lui Lincoln spunea că „evreii, Jeff Davis [președintele Confederației] și diavolul" sunt treimea blestemată îndreptată împotriva Uniunii[42]. Când a vizitat Londra, în 1863, Belmont însuși i-a spus lui Lionel de Rothschild că „Nordul va fi cucerit în curând". (Asta nu a făcut decât să sporească bănuielile că omul însărcinat să convingă Marea Britanie să treacă de partea cauzei sudiștilor, Judah Benjamin, secretarul de stat al Confederației, era și el evreu.)

În realitate, familia Rothschild a decis să nu sprijine cauza Sudului. De ce? Poate pentru că membrii ei erau cu adevărat dezgustați de instituția sclaviei. Dar cel puțin la fel de important era și sentimentul că această Confederație prezenta un risc financiar ridicat (la urma urmei, Jefferson Davis, președintele Confederației, pe vremea când era senator al Statelor Unite, susținuse deschis refuzul datoriilor publice). Această lipsă de încredere se pare că era majoritară în Europa. Atunci când Confederația a încercat să vândă obligațiuni convenționale pe piețele europene, investitorii nu s-au arătat prea entuziasmați. Numai că sudiștii mai aveau un as în mânecă. Asul (ca și mânecile) era din bumbac, baza economiei sudiste și, de departe, articolul principal la export al Sudului. Ideea era să se folosească suprafața din Sud cultivată cu bumbac nu numai ca sursă de încasări la export, ci și ca garanție pentru un nou tip de obligațiune garantată prin bumbac. În momentul în care firma obscură Emile Erlanger & Co. a început să emită obligațiuni garantate prin bumbac în numele Sudului, Londra și Amsterdamul au reacționat mai bine. Cel mai atrăgător element al acestor obligațiuni plătibile în lire sterline, cu un cupon de 7% și o scadență de 20 de ani, era că puteau fi convertite în bumbac la prețul de șase penny pe livră – prețul de dinainte de război. În ciuda eșecurilor Sudului pe plan militar, aceste obligațiuni și-au menținut valoarea pe aproape toată durata războiului din simplul

motiv că prețul mărfii cu care erau garantate obligațiunile, bumbacul, era în continuă creștere datorită cererii tot mai mari din perioada războiului. Ba prețul obligațiunilor chiar s-a dublat între decembrie 1863 și septembrie 1864, în ciuda înfrângerilor suferite de confederați la Gettysburg și Vicksburg, pentru că prețul bumbacului crescuse foarte mult[43]. În plus, Sudul se afla în situația de a putea crește prețul și mai mult, restricționând furnizarea bumbacului.

În 1860 portul Liverpool era principala cale de acces a bumbacului importat de industria textilă britanică, la acea vreme pilonul economiei industriale a epocii victoriene. Mai bine de 80% din aceste importuri proveneau din sudul Statelor Unite. Liderii confederați au crezut că asta le dădea puterea de a negocia cu Marea Britanie pentru a o atrage de partea lor în război. Pentru a intensifica presiunea, s-au hotărât să impună un embargo asupra tuturor exporturilor către Liverpool. Efectele au fost devastatoare. Prețul bumbacului a crescut de la 6¼ penny la 27¼ penny livra. Importurile din Sud au scăzut de la 2,6 milioane de baloturi în 1860 la mai puțin de 72.000 de baloturi în 1862. La o fabrică englezească tipică pentru prelucrarea bumbacului, precum cea care s-a păstrat la Styal, în sudul Manchesterului, lucrau aproximativ 400 de muncitori, dar asta era doar o mică parte din cei 300.000 angajați de Regele Bumbac în tot comitatul Lancashire. Fără bumbac, toți acești muncitori efectiv nu aveau de lucru. Până la sfârșitul anului 1862 jumătate din forța de muncă fusese disponibilizată ; aproape jumătate din întreaga populație a regiunii Lancashire depindea de asistența publică pentru săraci[44]. A fost numită criza bumbacului. Aceasta era o criză provocată artificial. Iar cei care au pus-o la cale păreau să-și atingă scopul. Embargoul nu numai că a dus la șomaj, foamete și revolte în nordul Angliei, ci lipsa bumbacului a determinat și creșterea prețului și deci și a valorii obligațiunilor Sudului garantate prin bumbac, transformându-le într-o investiție irezistibil de atrăgătoare pentru membrii marcanți ai elitei politice britanice. Viitorul prim-ministru, William Ewart Gladstone a cumpărat și el obligațiuni, la fel ca și John Delane, directorul ziarului *The Times*[45].



Obligațiune garantată prin bumbac cu cupoane, dintre care doar primele patru au fost decupate

Dar capacitatea sudiştilor de a manipula piaţa obligaţiunilor depindea de o singură condiţie esenţială: investitorii trebuiau să aibă posibilitatea de a intra fizic în posesia bumbacului care garanta obligaţiunile dacă Sudul nu făcea plăţile dobânzilor. Iar garanţia este, la urma urmei, bună doar în cazul în care creditorul poate pune mâna pe ea. Şi de aceea căderea oraşului New Orleans în aprilie 1862 a constituit de fapt adevăratul punct de cotitură al Războiului de Secesiune. Din momentul în care principalul port al Sudului a căzut în mâinile unioniştilor, orice investitor care dorea să obţină bumbac din Sud trebuia să înfrunte blocada navală impusă de Nord – şi nu o dată, ci de două ori, la sosire şi la plecare. Perspectiva aceasta nu era deloc ademenitoare în condiţiile în care puterea navală a Nordului pe Mississippi şi în zonele adiacente era tot mai mare.

Dacă Sudul ar fi izbutit să păstreze oraşul New Orleans până când recolta de bumbac era expediată spre Europa, ar fi reuşit să vândă la Londra obligaţiuni garantate prin bumbac în valoare de trei milioane de lire. Poate chiar şi cei din familia Rothschild, în ciuda aversiunii lor faţă de riscuri, şi-ar fi depăşit reticenţele financiare. Dar, aşa, au respins creditul cerut de Erlanger, considerându-l „atât de speculativ, încât îi va atrage foarte probabil pe toţi speculatorii disperaţi... şi n-am auzit ca oamenii respectabili să se fi implicat în vreun fel în asta"[46]. Confederaţia îşi supraestimase forţele. Închisese robinetul bumbacului, dar nu a mai reuşit să-l redeschidă. Prin 1863 fabricile din Lancashire îşi găsiseră alte surse de bumbac în China, Egipt şi India. Iar acum investitorii îşi pierdeau rapid încrederea în obligaţiunile garantate prin bumbac ale Sudului. Consecinţele au fost dezastruoase pentru economia Confederaţiei.

Cu piaţa naţională de obligaţiuni epuizată şi doar două împrumuturi externe nesemnificative, guvernul confederat a fost silit să tipărească bancnote fără acoperire pentru a achita cheltuielile de război şi propriile cheltuieli, în total 1,7 miliarde de dolari. În timpul Războiului de Secesiune, e adevărat că ambele tabere au fost nevoite să tipărească bani. Numai că la sfârşitul războiului „verzişorii" Uniunii încă valorau cam 50 de cenţi în aur, în vreme ce dolarii Confederaţiei valorau doar un cent, în ciuda încercării inutile de reformă monetară din 1864[47]. Situaţia a fost înrăutăţită şi mai mult de capacitatea statelor şi municipalităţilor din Sud să-şi tipărească şi ele bancnote şi de falsificarea banilor, pentru că bancnotele Confederaţiei erau destul de primitive şi uşor de copiat. Cu tot mai mulţi bani de hârtie şi tot mai puţine bunuri, inflaţia a explodat. În Sud preţurile au crescut şi cu 4.000% în timpul Războiului de Secesiune[48]. În schimb, în Nord preţurile au crescut cu doar 60%. Chiar dinainte ca principalele armate ale Confederaţiei să se predea, în aprilie 1865, economia Sudului era în colaps, hiperinflaţia fiind semnul clar al înfrângerii.



Bancnotă confederată de cinci dolari emisă de statul Louisiana

Bancherii Rothschild avuseseră dreptate : cei care investiseră în obligaţiuni ale Confederaţiei au ajuns să piardă totul, întrucât Nordul victorios a decis să nu achite datoriile Sudului. Efortul de război al Sudului trebuise finanţat, în cele din urmă, tipărind bani. Nu avea să fie ultima dată în istorie când o încercare de a forţa piaţa obligaţiunilor sfârşea cu o inflaţie dezastruoasă şi o umilitoare înfrângere militară.

Eutanasierea rentierului

Soarta celor care au pierdut totul după ce au investit în obligaţiuni confederate nu era ceva neobişnuit în secolul al XIX-lea. Confederaţia nu a fost nici pe departe singura entitate statală din America ce a ajuns să-şi dezamăgească obligatarii ; era doar cel mai nordic delincvent. La sud de Rio Grande, incapacitatea de plată a datoriilor şi deprecierile monetare erau aproape la ordinea zilei. Experienţa Americii Latine în secolul al XIX-lea prefigura în multe privinţe anumite probleme care aveau să devină aproape universale la mijlocul secolului XX. În parte situaţia a apărut deoarece clasa socială care era cea mai înclinată să investească în obligaţiuni – şi deci să aibă un interes ca plata dobânzii să se facă prompt într-o monedă stabilă – era acolo mai slab dezvoltată decât în alte locuri. Un alt motiv a fost că republicile din America Latină au fost printre primele care au descoperit că nerambursarea era relativ lejeră atunci când o proporţie substanţială a obligatarilor erau străini. Nu întâmplător prima mare criză a datoriilor din America Latină a avut loc încă din 1826-1829, când Peru, Columbia, Chile, Mexicul, Guatemala şi Argentina nu şi-au îndeplinit obligaţiile de plată a unor împrumuturi acordate de Londra cu doar câţiva ani înainte[49].

E adevărat că, în multe privinţe, piaţa obligaţiunilor era puternică. Spre sfârşitul secolului al XIX-lea, ţările care intrau în incapacitate de plată riscau sancţiuni economice, impunerea unui control străin asupra finanţelor lor şi chiar, în cel puţin cinci cazuri, intervenţii militare[50]. E greu de crezut că Gladstone ar fi ordonat invadarea Egiptului în 1882 dacă guvernul egiptean nu ar fi ameninţat că nu îşi va respecta angajamentele faţă de unii obligatari europeni, între care şi el. Cea mai sigură modalitate de a elimina riscul politic şi îngrijorările investitorilor era să aducă „o piaţă nouă" sub egida Imperiului Britanic[51]. Chiar şi cei ce se aflau în afara graniţelor imperiului riscau să fie vizitaţi de vreo canonieră dacă îşi încălcau obligaţiile, cum a descoperit Venezuela în 1902, când o expediţie navală comună a Marii Britanii, Germaniei şi Italiei a blocat temporar porturile ţării. Statele Unite au fost deosebit de energice (şi de eficiente) în protejarea intereselor obligatarilor în America Centrală şi regiunea Caraibelor[52].

Dar sub un aspect crucial piaţa obligaţiunilor era potenţial vulnerabilă. Investitorii din City-ul londonez, cea mai mare piaţă financiară internaţională în secolul al XIX-lea, erau oameni bogaţi, dar nu foarte numeroşi. La începutul secolului al XIX-lea numărul obligatarilor britanici se poate să nu fi depăşit 250.000, reprezentând doar 2% din populaţie. Dar averea lor era de două ori mai mare decât întregul venit naţional al Regatului Unit ; venitul lor însemna în jur de 7% din venitul naţional. În 1822 acest venit – dobânda datoriei naţionale – se ridica la aproximativ jumătate din totalul cheltuielilor publice, dar peste două treimi din veniturile din impozite erau indirecte şi deci cădeau în seama consumului. Chiar şi prin 1870 proporţiile încă erau de o treime şi, respectiv, mai bine de jumătate. Ar fi foarte greu de conceput un sistem fiscal mai regresiv, cu impozite pe bunurile de primă necesitate pentru cei mulţi utilizate pentru a finanţa plata dobânzilor datorate unui număr foarte mic de oameni. Nu e de mirare că radicalii precum William

Cobbett erau indignaţi. „O datorie naţională şi toate impozitele şi maşinaţiunile ce ţin de ele", declara Cobbett în cartea sa *Rural Rides (1830)*, „au tendinţa firească *să atragă bani de la mase... pentru câştigul câtorva*"[53]. El avertiza că, în lipsa unei reforme politice, întreaga ţară va ajunge pe mâna „celor care au împrumutat de la ei banii cu care să sprijine acest sistem monstruos... a curtierilor care mijlocesc împrumuturi, a agiotarilor... a evreilor şi a unei întregi şleahtă de bugetivori"[54].

Astfel de tirade nu prea au reuşit să zdruncine poziţiile clasei numite în Franţa *rentiers* – cei care încasau dobânda unor obligaţiuni guvernamentale, precum acea *rente* franceză. Dimpotrivă, deceniile de după 1830 au fost o epocă de aur pentru rentierii din Europa. Refuzul de a plăti a devenit tot mai rar. Mulţumită etalonului aur, banii se bucurau de tot mai multă încredere[55]. Acest triumf al rentierului era remarcabil, în ciuda extinderii generalizate a dreptului de vot. E adevărat că prin apariţia caselor de economii (care adesea aveau mandat să deţină şi obligaţiuni guvernamentale ca principale active) noi segmente ale societăţii au fost expuse indirect la piaţa obligaţiunilor, şi au început să investească. Dar în esenţă rentierii au rămas elita unora ca Rothschild, Baring şi Gladstone – legaţi între ei din punct de vedere social, politic, dar mai ales economic. Ceea ce a pus capăt dominaţiei lor nu a fost ascensiunea democraţiei sau a socialismului, ci o catastrofă fiscală şi monetară pentru care era responsabilă chiar aleasa elită europeană. Această catastrofă a fost Primul Război Mondial.

„Inflaţia", scria Milton Friedman într-o faimoasă definiţie, „este întotdeauna şi pretutindeni un fenomen monetar, în sensul că nu poate apărea fără o creştere a volumului de bani mai rapidă decât a producţiei". Acest lucru este ilustrat foarte bine de ceea ce s-a întâmplat în toate statele combatante în timpul Primului Război Mondial şi după aceea. În esenţă, au fost cinci etape care au precedat rata mare a inflaţiei:

1. războiul nu a dus doar la o penurie a bunurilor de consum, ci şi la
2. împrumuturi pe termen scurt ale guvernelor de la banca centrală,
3. care au transformat efectiv datoriile în lichidităţi, astfel suplimentându-se masa monetară,
4. determinând populaţia să spere ca inflaţia să se modifice şi cererea de solduri de casă să scadă,
5. iar preţurile bunurilor să crească*.

Doar teoria monetară nu poate explica totuşi de ce într-o ţară procesul inflaţionist merge mult mai departe sau mai rapid decât în alta. Şi nici de ce consecinţele inflaţiei variază atât de mult de la un caz la altul. Dacă adunăm cheltuielile publice totale ale principalelor puteri combatante între 1914 şi 1918, vedem că Marea Britanie a cheltuit mai mult decât Germania, iar Franţa mai mult decât Rusia. Exprimate în dolari, datoriile publice ale Marii Britanii, Franţei şi Statelor Unite au crescut mai mult între aprilie 1914 şi în martie 1918 decât cea a Germaniei[56]. E adevărat, volumul bancnotelor în circulaţie între 1913 şi 1918 a crescut mai mult în Germania (1.040%) decât în Marea Britanie (708%) sau Franţa (386%), dar Bulgaria înregistra 1.116%, iar România 961%[57]. Faţă de 1913, preţurile cu ridicata au crescut mai mult în 1918 în Italia, Franţa şi Marea Britanie decât în Germania. Indicele costului vieţii la Berlin în 1918 era de 2,3 ori mai mare decât

* În termeni economici relaţia poate fi simplificată sub forma: $MV = PQ$, unde M reprezintă volumul de bani puşi în circulaţie, V e viteza de rotaţie într-o perioadă a banilor (frecvenţa operaţiunilor), P este nivelul de preţ, iar Q valoarea reală a totalului operaţiunilor.

în perioada de dinainte de război ; la Londra era cam aceeaşi situaţie (de 2,1 ori mai mare)[28]. Şi atunci de ce s-a prăbuşit Germania în hiperinflaţie după Primul Război Mondial ? De ce a ajuns marca să nu mai valoreze nimic ? Răspunsul se află în rolul jucat de piaţa obligaţiunilor în finanţele din timpul războiului şi din perioada postbelică.

Toate ţările beligerante au cunoscut febra vânzării de obligaţiuni de război în acea perioadă, convingând mii de titulari de economii reduse care nu cumpăraseră până atunci obligaţiuni guvernamentale că e o datorie patriotică să le cumpere. Spre deosebire de Marea Britanie, Franţa, Italia şi Rusia, Germania nu a avut acces la piaţa internaţională a obligaţiunilor în timpul războiului (după ce la început şi-a manifestat dispreţul faţă de bursa de la New York, a fost exclusă de acolo). În vreme ce puterile Antantei puteau vinde obligaţiuni în Statele Unite sau pe tot teritoriul Imperiului Britanic, care dispunea de capital, Puterile Centrale – Germania, Austro-Ungaria şi Turcia – au fost nevoite să se descurce doar cu propriile resurse. Berlinul şi Viena erau centre financiare importante, dar nu se comparau cu Londra, Paris sau New York. Drept rezultat, Germaniei şi aliaţilor săi le-a fost tot mai greu să vândă obligaţiuni de război, după ce investitorii interni şi-au satisfăcut apetitul. Mult mai repede şi într-o măsură mult mai mare, autorităţile din Germania şi Austria au fost nevoite să apeleze la băncile lor centrale pentru finanţare pe termen scurt. Creşterea volumului de bilete de tezaur aflate în mâinile băncii centrale prevestea inflaţia, pentru că, spre deosebire de vânzarea de obligaţiuni către populaţie, schimbarea acestor bilete în bancnote a majorat masa monetară. La sfârşitul războiului, în mare, o treime din datoria Reichului era „flotantă" sau tranzitorie şi se modelase o cerere de bani substanţială, doar controlul preţurilor în timpul războiului împiedicând o inflaţie şi mai accentuată.

Şi înfrângerea în sine a costat scump. Toate părţile implicate îi asiguraseră pe contribuabili şi pe obligatari că duşmanul va plăti pentru acest război. Acum facturile trebuiau plătite de Berlin. Un mod de a înţelege hiperinflaţia de după război e deci s-o socotim o formă de faliment al statului. Cei care cumpăraseră obligaţiuni de război investiseră în promisiunea victoriei ; înfrângerea şi revoluţia au reprezentat insolvabilitatea naţională, iar greul trebuia să fie dus de creditorii Reichului. În afară de înfrângere, evenimentele revoluţionare care au avut loc între noiembrie 1918 şi ianuarie 1919 nu erau de natură să-i liniştească pe investitori – şi nici Conferinţa de Pace de la Versailles, care a impus noii Republici de la Weimar să plătească o serie de despăgubiri de război nespecificate. În 1921, când a fost fixat în sfârşit şi totalul despăgubirilor, germanii s-au trezit că trebuie să poarte şi povara unei noi datorii externe imense, în valoare nominală de 132 de miliarde de *Goldmarks* (mărci de dinainte de război), echivalentul a de peste trei ori venitul naţional. Deşi nu toată această datorie avea dobândă imediată, plata fixată a despăgubirilor de război a însemnat mai bine de o treime din totalul cheltuielilor Reichului în 1921 şi 1922. Nici un investitor care se gândea la situaţia Germaniei în vara anului 1921 nu putea fi optimist, iar capitalul străin care a intrat în ţară după război era doar speculativ sau „flotant", şi a şi dispărut imediat ce lucrurile s-au înrăutăţit.

Şi totuşi, ar fi greşit să socotim hiperinflaţia din 1923 doar o simplă consecinţă a Tratatului de la Versailles. Bineînţeles, germanilor aşa le plăcea să creadă. În toată perioada postbelică au pretins că povara despăgubirilor de război a creat un deficit de cont curent de nesuportat ; şi că nu au avut încotro, fiind nevoiţi să tipărească şi mai multe bancnote pentru a-l finanţa ; că inflaţia era o consecinţă directă a deprecierii ulterioare a mărcii. Toate acestea erau menite să ascundă rădăcinile politice interne ale crizei monetare. Sistemul fiscal al Republicii de la Weimar era slab, nu în ultimul rând pentru că noul regim era lipsit de legitimitate din punctul de vedere al grupurilor cu venituri mai mari,

care au refuzat să plătească impozitele ce li s-au impus. În acelaşi timp, banii publici erau cheltuiţi în mod nesăbuit, mai ales încheind acorduri salariale generoase cu sindicatele din sectorul public. Combinaţia de impozitare ineficientă şi cheltuieli excesive a creat deficite imense în 1919 şi 1920 (care depăşeau 10% din produsul intern brut), înainte ca învingătorii să-şi prezinte nota de plată a despăgubirilor de război. În 1923, când Germania suspendase plata despăgubirilor, deficitul era şi mai mare. În plus, la începutul anilor 1920, cei însărcinaţi cu politica economică a Republicii de la Weimar nu au simţit nici un imbold să încerce să stabilizeze politica fiscală şi monetară a Germaniei, nici măcar atunci când s-a ivit ocazia, la mijlocul anului 1920[59]. Mulţi membri ai elitelor financiare ale Germaniei şi-au făcut socoteala că o depreciere monetară galopantă va forţa puterile aliate să revizuiască înţelegerea cu privire la despăgubirile de război, pentru că efectul ar fi fost ieftinirea exporturilor germane în comparaţie cu produsele americane, britanice şi franţuzeşti. Era adevărat că, în contextul respectiv, deprecierea mărcii promovase exporturile germane. Dar germanii au trecut cu vederea faptul că boomul indus de inflaţie în perioada 1920-1922, într-un moment când şi economia Statelor Unite şi cea a Marii Britanii erau cuprinse de recesiunea postbelică, a creat un val şi mai mare de importuri, anulând în felul acesta presiunile economice pe care germanii sperau să le exercite. Hiperinflaţia din Germania avea la bază o eroare de calcul. Atunci când francezii s-au dumirit că germanii nu au nici o intenţie să-şi respecte angajamentele oficiale de a plăti despăgubirile de război, au ajuns la concluzia că aceste despăgubiri trebuie obţinute cu forţa şi au invadat regiunea industrială Rhur. Reacţia germanilor a fost să intre în grevă generală („rezistenţă pasivă"), grevă pe care au finanţat-o cu şi mai mulţi bani de hârtie. Începea stadiul final al hiperinflaţiei.

După cum sublinia Milton Friedman, inflaţia e un fenomen monetar. Dar hiperinflaţia este întotdeauna şi oriunde un fenomen politic, în sensul că nu se poate declanşa fără să existe o disfuncţie fundamentală a economiei politice a ţării. Cu siguranţă existau şi modalităţi mai puţin catastrofice de a soluţiona cererile contradictorii ale creditorilor naţionali şi ale celor străini în situaţia venitului naţional redus al Germaniei postbelice. Dar o combinaţie între blocajul intern şi sfidarea externă – născută din refuzul multor germani de a accepta că imperiul lor fusese învins definitiv – a avut cel mai prost dintre toate rezultatele posibile: o prăbuşire completă a monedei şi a economiei înseşi. La sfârşitul anului 1923 erau în circulaţie aproximativ $4,97 \times 10^{20}$ mărci. Erau utilizate zilnic 20 de miliarde de mărci sub formă de bancnote. Rata anuală a inflaţiei a atins un vârf de 182 de miliarde la sută. Preţurile erau, în medie, de 1,23 de trilioane de ori mai mari decât în 1913. E adevărat că existaseră şi anumite beneficii pe termen scurt. Descurajând economisirea şi încurajând consumul, accelerarea inflaţiei stimulase producţia şi ocuparea forţei de muncă până în al patrulea trimestru al anului 1922. După cum am văzut, deprecierea mărcii promovase exporturile germane. Însă colapsul din 1923 a fost cu atât mai grav cu cât a fost amânat. Producţia industrială a scăzut la jumătate faţă de nivelul din 1913. Şi şomajul a crescut, în momentul său de vârf, până la un sfert din sindicalişti, la care se adăuga încă un sfert dintre cei care munceau doar câteva ore pe zi. Cea mai gravă a fost trauma socială şi psihologică determinată de criză. „Inflaţia are proporţia unui fenomen de masă", scria mai târziu Elias Canetti despre experienţa sa de tinereţe în Frankfurtul lovit de criză. „[Inflaţia ar putea fi numită] un sabat al devalorizării, în care unitatea monetară şi omul interacţionează în modul cel mai ciudat. Unul ţine locul celuilalt, omul se simte la fel de «rău» ca şi banul, care se deteriorează neîncetat. Şi toţi oamenii sunt înrobiţi acestor bunuri de valoare şi cu toţii se simt la fel de derizorii"[60].



Preţul hiperinflaţiei : o bancnotă germană de un miliard de mărci din noiembrie 1923. De fapt e o bancnotă de un bilion de mărci, deoarece termenul german *Milliard* este echivalent cu un miliard american.

Produsul principal al hiperinflaţiei a fost lipsa de valoare. Nu numai banii ajunseseră fără valoare, ci la fel deveniseră toate formele de bogăţie şi de venituri evaluate în bani. Între acestea se numărau şi obligaţiunile. Hiperinflaţia nu putea şterge datoria externă a Germaniei, care fusese stabilită în moneda de dinainte de război. Dar putea şi chiar a reuşit să suprime toată datoria internă acumulată în timpul războiului, dărâmând muntele de datorii ca un cutremur economic devastator. Efectul semăna cu un impozit : o taxă impusă nu numai obligatarilor, ci şi tuturor celor care trăiau dintr-un venit fix în numerar. Aceasta a dus la o imensă egalizare, întrucât a afectat în primul rând clasele mijlocii de sus : rentierii şi înalţii funcţionari, specialiştii. Numai întreprinzătorii s-au aflat în poziţia de a se feri cumva crescând preţurile, strângând dolari, investind în „valori reale" (cum ar fi case şi fabrici) şi plătindu-şi datoriile în bancnote care se devalorizau. Urmările îndelungate pe plan economic ale hiperinflaţiei erau şi aşa severe : bănci şubrezite şi rate ale dobânzilor mereu ridicate, în care era inclusă acum şi o substanţială primă de risc de inflaţie. Dar cele mai dureroase au fost consecinţele sociale şi politice ale hiperinflaţiei din Germania. Economistul englez John Maynard Keynes formulase în 1923 teoria că era de preferat „eutanasierea rentierului" prin inflaţie decât şomajul în masă prin deflaţie - „pentru că într-o lume sărăcită e mai rău să provoci şomaj decât să-i dezamăgeşti pe rentieri"[61]. Şi totuşi, cu patru ani înainte chiar el conturase o vie imagine a consecinţelor negative ale inflaţiei :

> Printr-un continuu proces de inflaţie, guvernele pot confisca, în taină şi neobservat, o importantă parte a averii cetăţenilor lor. Prin această metodă, acestea nu doar confiscă, ci confiscă în mod arbitrar ; şi, in vreme ce acest proces îi sărăceşte pe foarte mulţi, pe unii îi îmbogăţeşte. Imaginea acestei redistribuiri arbitrare a bogăţiei nu loveşte numai în sentimentul de siguranţă, ci şi în încrederea in distribuirea existentă a averii. Cei cărora acest sistem le aduce bani picaţi din cer... devin „profitori", ce ajung ţinta urii burgheziei, pe care inflaţia a sărăcit-o la fel ca şi pe proletariat. Pe măsură ce inflaţia continuă... toate relaţiile permanente dintre debitori şi creditori, care formează fundamentul capitalismului, ajung să fie atât de tulburate, încât nu mai au nici un sens...[62]

Keynes îi atribuia lui Lenin afirmaţia că „nu există un mijloc mai subtil, mai sigur de a răsturna baza existentă a unei societăţi decât coruperea monedei". Nu există nici o

dovadă că Lenin ar fi spus așa ceva, dar alt bolșevic, Evgheni Preobrajenski*, a descris tiparnița de bancnote drept „mitraliera Comisariatului pentru Finanțe care trăgea rafale în dosul sistemului burghez"[63].

Exemplul Rusiei amintește că Germania nu a fost singura țară învinsă care a avut de suferit de pe urma hiperinflației după Primul Război Mondial. Austria – ca și noile state independente Ungaria și Polonia – a suferit și ea o prăbușire la fel de severă a monedei între 1917 și 1924. În cazul Rusiei, hiperinflația a survenit în momentul în care bolșevicii au refuzat dintr-odată să plătească datoria sistemului țarist. Obligatarii aveau să aibă aceeași soartă după al Doilea Război Mondial, când Germania, Ungaria și Grecia s-au trezit că și monedele și piețele obligațiunilor lor se prăbușesc**.

Hiperinflația ar fi relativ ușor de înțeles dacă ar fi legată exclusiv de costurile pierderii unor războaie mondiale. Dar există un lucru care nedumerește. În vremurile mai recente, o seamă de țări au fost nevoite să nu-și onoreze obligațiile – fie direct, prin suspendarea plăților dobânzilor, fie indirect, prin devalorizarea monedei în care sunt denominate datoriile – ca urmare a unor dezastre cu mult mai puțin dramatice. Cum se face că spectrul hiperinflației nu a fost alungat odată cu spectrul unui conflict global?

Șeful firmei PIMCO, Bill Gross, și-a început cariera făcând bani la blackjack, în Las Vegas. În opinia sa, atunci când un investitor cumpără o obligațiune e mereu un fel de joc de noroc. Un aspect al acestui joc e că o creștere a inflației nu va absorbi valoarea dobânzilor anuale ale obligațiunii. După cum explică Gross, „dacă inflația crește cu 10% și valoarea unei dobânzi la rată fixă e de doar 5%, asta înseamnă în principiu că obligatarul rămâne în urma inflației cu 5%. După cum am văzut, pericolul creat de creșterea inflației e că erodează puterea de cumpărare atât a capitalului, cât și a plăților dobânzilor. Și de aceea, la primul semn de creștere a inflației, prețurile obligațiunilor tind să scadă. Chiar și în anii 1970, când inflația a crescut în toată lumea, chiar și un cazinou din Nevada părea un loc destul de sigur unde să-ți investești banii, în comparație cu piața obligațiunilor. Gross își aduce foarte bine aminte momentul când în Statele Unite inflația a crescut la două cifre, cu un vârf de aproape 15% în aprilie 1980. După cum mărturisește el, „a fost o perioadă foarte neprietenoasă pentru obligațiuni și a produs... poate cea mai rea piață a obligațiunilor nu numai din câte ne aducem aminte, ci chiar din istorie". Mai exact, veniturile anuale reale din obligațiunile guvernamentale americane a fost în anii 1970 cu 3% mai mică, aproape la fel de rău ca în anii de inflație din timpul războaielor mondiale. Astăzi, doar câteva țări au rate ale inflației peste 10% și numai una singură, Zimbabwe, e lovită de hiperinflație***. Dar în 1979 cel puțin șapte țări au înregistrat o rată anuală a inflației de peste 50% și mai mult de 60 de state, între care și Marea Britanie și Statele Unite, aveau o inflație de două cifre. Dintre țările cele mai afectate, nici una nu a avut de suferit mai mult decât Argentina.

Pe vremuri, Argentina fusese întruchiparea prosperității. Însuși numele țării înseamnă „tărâmul argintului". Fluviul pe ale cărui maluri se înalță capitala e Río de la Plata – adică

---

* Punctul forte al lui Preobrajenski era mai degrabă crima decât eutanasia; dintre toți liderii comuniști, el a fost unul dintre cei mai implicați în execuția lui Nicolae al II-lea și a familiei sale.

** Cea mai ridicată rată a inflației din istorie a fost înregistrată în Ungaria în iulie 1946, când prețurile au crescut cu 4,19 cvintilioane la sută (adică 419 urmat de 16 zerouri).

*** La momentul când scriu aceste rânduri (martie 2008), o înmormântare în Zimbabwe costă un miliard de dolari zimbabwieni. Rata anuală a inflației este de 100.000%.

Fluviul de argint –, referire nu la culoarea apelor sale, care sunt maronii şi mâloase, ci la presupusele zăcămintele de argint aflate undeva în amonte. În 1913, conform unor estimări recente, Argentina era una dintre cele mai bogate zece ţări din lume. În afara ţărilor vorbitoare de limbă engleză, produsul intern brut pe cap de locuitor era mai ridicat doar în Elveţia, Belgia, Olanda şi Danemarca. Între 1870 şi 1913, economia Argentinei s-a dezvoltat mai rapid decât cea a Statelor Unite şi cea a Germaniei. Aici s-a investit aproape la fel de mult capital străin ca şi în Canada. Nu e o simplă coincidenţă că la un moment dat existau doar două magazine Harrods în lume: unul pe Knightsbridge, în Londra, celălalt pe Avenida Florida, în inima oraşului Buenos Aires. Argentina putea aspira în mod credibil la statutul de Marea Britanie, dacă nu chiar Statele Unite ale emisferei sudice. În februarie 1946, când noul preşedinte ales, generalul Juan Domingo Perón, a vizitat banca centrală din Buenos Aires, a rămas uimit de ceea ce a văzut: „Este atât de mult aur, încât nici nu mai ai pe unde să treci pe coridoare".

Istoria economică a Argentinei în secolul XX e o lecţie demonstrativă care arată că toate resursele din lume pot fi reduse la zero printr-o gestionare financiară defectuoasă. Mai ales după al Doilea Război Mondial ţara a înregistrat în mod constant rezultate mai proaste decât vecinii săi şi decât cea mai mare parte dintre ţările lumii. În anii 1960 şi 1970, de exemplu, evoluţia sa a fost atât de slabă, încât produsul intern brut pe cap de locuitor era în 1988 la acelaşi nivel ca în 1959. În 1998 scăzuse la 34% din nivelul Statelor Unite, în comparaţie cu anul 1913, când ajunsese la 72%. Fusese întrecută, printre alţii, de Singapore, Japonia, Taiwan şi Coreea de Sud, ca să nu mai vorbim – cel mai dureros – de ţara de vecină, Chile. Ce a mers prost? Unul dintre răspunsurile posibile e inflaţia, care a ajuns la două cifre între 1945 şi 1952, între 1956 şi 1969 şi între 1970 şi 1974; iar între 1975 şi 1990 la trei cifre (sau chiar patru), atingând un vârf de 5.000% în 1989. Un alt răspuns e incapacitatea de plată a datoriei: în 1982, 1989, 2002 şi 2004, Argentina nu şi-a plătit creditorii străini. Dar aceste răspunsuri nu sunt suficiente. Argentina fusese afectată de o inflaţie de două cifre în cel puţin opt ani între 1870 şi 1914. În aceeaşi perioadă nu mai putuse să ramburseze creditul acordat de cel puţin două ori. Pentru a înţelege declinul economic al Argentinei, trebuie din nou să înţelegem că inflaţia a fost atât un fenomen politic, cât şi monetar.

O oligarhie a proprietarilor funciari a încercat să întemeieze economia ţării pe exporturi agricole către ţările vorbitoare de limbă engleză, model care a eşuat în totalitate în perioada Marii Depresiuni. Imigrarea pe scară largă fără asigurarea unor terenuri agricole (cum s-a întâmplat în America de Nord), în vederea colonizării, a creat o clasă muncitoare la oraşe disproporţionat de numeroasă, care era extrem de vulnerabilă la mobilizarea de către populişti. Intervenţii repetate ale forţelor armate în viaţa politică, începând cu lovitura de stat care l-a instalat la putere pe José F. Uriburu în 1930, au netezit drumul spre o politică nouă, cvasifascistă, sub conducerea lui Perón, care părea să ofere câte ceva pentru fiecare: salarii mai bune, condiţii mai bune de lucru pentru muncitori şi tarife vamale protecţioniste pentru industriaşi. Alternativa lui Perón îndreptată împotriva forţei de muncă, încercată între 1955 (când a fost înlăturat de la putere) şi 1966, s-a bazat pe devalorizarea monetară, căutând să împace interesele agriculturii cu cele ale industriei. O altă lovitură militară, din 1966, a promis modernizarea tehnologică, dar nu a făcut decât să cntinue devalorizarea şi să genereze o inflaţie şi mai mare. Întoarcerea lui Perón în 1973 a fost un fiasco, mai ales că a coincis cu începutul unui val de inflaţie pe plan mondial. Inflaţia anuală a crescut până la 444%. Încă o lovitură militară a declanşat un val de violenţe în Argentina în timp ce *Proceso de Reorganización Nacional* (Procesul de Reorganizare Naţională) a dus la condamnarea arbitrară la închisoare a mii de oameni şi

la „dispariţia" multora. În termeni economici, junta nu a reuşit decât să împovăreze Argentina cu o datorie externă care a crescut rapid şi care a depăşit în 1984 60% din PIB (deşi acest nivel însemna mai puţin de jumătate din nivelul maxim de îndatorare pe care îl atinsese la începutul anilor 1900). Ca de atâtea ori în timpul crizelor inflaţioniste, şi războiul a jucat un rol: pe plan intern împotriva presupuşilor activişti subversivi, iar pe plan extern împotriva Marii Britanii după ocuparea Insulelor Falkland. Dar ar fi greşit să vedem aici un alt caz în care un regim învins îşi lichidează datoriile prin inflaţie. Ceea ce a făcut ca inflaţia Argentinei să scape de sub control nu a fost războiul, ci constelaţia forţelor sociale: oligarhii, *caudillos*, grupurile de interee ale producătorilor şi sindicatele – şi să nu uităm de clasele sărăcite sau *Descamisados* (literal, „fără cămăşi"). Mai simplu, trebuie să spunem că nu a existat nici un grup social semnificativ interesat de stabilitatea preţurilor. Deţinătorii de capital au fost atraşi de deficit şi devalorizare; cei care îşi vindeau forţa de muncă s-au obişnuit cu spirala salariu-preţ. Trecerea treptată de la finanţarea internă a deficitelor publice la finanţarea lor din exterior a însemnat de fapt că deţinerea de obligaţiuni a fost externalizată[64]. În acest context trebuie înţeles eşecul planurilor succesive de stabilizare a monedei în Argentina.

În povestirea sa *Grădina cu cărări ce se bifurcă*, cel mai mare scriitor al Argentinei, Jorge Luis Borges, îşi închipuie scrierea unui înţelept chinez, Ts'ui Pen:

> În orice ficţiune, de fiecare dată când un om are în faţă diverse alternative, optează pentru una dintre ele şi le elimină pe celelalte; în ficţiunea aproape inextricabilului Ts'ui Pen, optează – simultan – pentru toate. *Creează* astfel diferite viitoruri, diferite timpuri, care, la rândul lor, se multiplică şi se bifurcă... În opera lui Ts'ui Pen se produc toate deznodămintele; fiecare dintre ele este punctul de plecare al altor bifurcaţii... [Ts'ui Pen] nu credea într-un timp uniform, absolut. Credea în infinite serii de timpuri, într-o reţea crescătoare şi vertiginoasă de timpuri divergente, convergente şi paralele[65].

E o metaforă destul de bună pentru istoria financiară a Argentinei în ultimii 30 de ani. Acolo unde Bernardo Grinspun a încercat o reeşalonare a datoriilor şi un management keynesian al cerinţelor, Juan Sourrouille a încercat o reformă monetară (Planul Austral) combinată cu controlul salariilor şi preţurilor. Nici unul din ei nu a reuşit să conducă grupurile importante de interese pe propria cărare ce se bifurca. Cheltuielile publice au continuat să depăşească veniturile din impozite; au avut câştig de cauză argumentele în favoarea sistării premature a controlului salariilor şi preţurilor; inflaţia şi-a reluat cursul după o foarte scurtă perioadă de stabilizare. Cărările ce se bifurcau s-au reîntâlnit în cele din urmă catastrofal, în 1989: *annus mirabilis* în Europa de Est, *annus horribilis* pentru Argentina.

În februarie 1989 Argentina îndura una dintre cele mai toride veri din istorie. Sistemul de energie electrică din Buenos Aires făcea faţă cu greu. Oamenii s-au obişnuit cu întreruperi de curent de câte cinci ore. Băncilor şi caselor de schimb li s-a ordonat să închidă prăvălia în vreme ce guvernul încerca să preîntâmpine prăbuşirea monedei. Nu a reuşit: în doar o lună, moneda argentiniană, australul, a scăzut cu 64% faţă de dolar. În acelaşi timp, Banca Mondială a îngheţat împrumuturile către Argentina, pe motiv că guvernul nu reuşise să echilibreze deficitul exagerat al sectorului public. Nici creditorii din sectorul privat nu s-au arătat mai entuziaşti. În nici un caz investitorii nu ar fi cumpărat obligaţiuni ştiind că inflaţia riscă să le spulbere valoarea reală în doar câteva zile. Pe măsură ce creşteau temerile că rezervele băncii se cam termină, preţurile obligaţiunilor au scăzut. Guvernul, disperat, nu mai avea de ales: trebuia să recurgă la tiparniţa de

bani. Dar şi asta a dat greş. Vineri, 28 aprilie, Argentina a rămas, la propriu, fără bani. La o conferinţă de presă, Roberto Eilbaum, vicepreşedintele Băncii Centrale, spunea că „e doar o problemă tehnică". Monetăria rămăsese efectiv fără hârtie şi tipografii intraseră în grevă. „Nu ştiu cum ne vom descurca", a mărturisit el, „dar luni banii trebuie să iasă".

În iunie, cu rata *lunară* a inflaţiei depăşind 100%, frustrarea populaţiei era aproape de a da în clocot. Încă din aprilie clienţii unui supermarket din Buenos Aires răsturnaseră cărucioarele pline cu mărfuri după ce conducerea anunţase la difuzor că toate preţurile cresc din acel moment cu 30%. În iunie, la Rosario, al doilea oraş ca mărime din Argentina, timp de două zole a fost o revoltă populară, având loc şi jafuri în urma cărora cel puţin 14 oameni au murit. Ca şi pe vremea Republicii de la Weimar, principalii păgubiţi de hiperinflaţia din Argentina nu au fost muncitorii de rînd, care au avut mai multe şanse să coreleze creşterile preţurilor cu sporurile la salariu, ci mai ales cei ce se bazau pe venituri fixate în numerar, precum funcţionarii sau cadrele didactice cu salarii fixe sau pensionarii care trăiau din dobânda economiilor lor. Şi, la fel ca în Germania anilor 1920, principalii beneficiari au fost cei cu datorii importante, care au fost pur şi simplu lichidate de inflaţie. Printre aceşti beneficiari s-a numărat şi statul însuşi, pentru că toţi banii pe care îi datora erau denominaţi în australi.

Dar nu se putea scăpa aşa uşor de toate datoriile Argentinei. În 1983 datoria externă a ţării, care era denominată în dolari americani, ajunsese la 46 de miliarde, echivalentul aproximativ a 40% din producţia naţională. Indiferent ce s-a întâmplat cu moneda argentiniană, această datorie denominată în dolari a rămas neschimbată. Ba chiar a continuat să crească deoarece guvernele, disperate, au împrumutat şi mai mulţi dolari. În 1989 datoria externă a ţării era de peste 65 de miliarde de dolari. În deceniul următor avea să crească în continuare, ajungând la 155 de miliarde de dolari. Creditorii naţionali avuseseră deja de pierdut din cauza inflaţiei. Dar Argentina nu putea scăpa de povara datoriei sale externe decât neachitând-o. După cum am văzut, Argentina a adoptat soluţia aceasta de mai multe ori înainte. În 1890 Banca Barings ajunsese în pragul falimentului din pricina investiţiilor sale în titluri financiare argentiniene (mai ales din cauza unei emisiuni eşuate de obligaţiuni pentru Regia Apă-Canal din Buenos Aires), când guvernul Argentinei a hotărât să nu îşi mai plătească datoria externă. Vechiul rival al Băncii Barings, familia Rothschild, a convins guvernul britanic să contribuie cu un milion de lire la ceea ce a devenit un fond de salvare de 17 milioane de lire, argumentul fiind că falimentul Băncii Barings ar fi fost „o calamitate groaznică pentru comerţul britanic pretutindeni în lume"[66]. Şi tot primul lord Rothschild a fost cel care a prezidat o comisie de bancheri înfiinţată pentru a le impune reforme năbădăioşilor argentinieni. Împrumuturile viitoare aveau să fie condiţionate de o reformă monetară care să evalueze pesoul în funcţie de aur prin intermediul unui consiliu monetar independent şi inflexibil[67]. Dar un secol mai târziu familia Rothschild era mai interesată de podgoriile argentiniene decât de datoria acestei ţări. Fondului Monetar Internaţional i-a revenit sarcina ingrată de a încerca să evite (sau cel puţin să diminueze) efectele neplăţii datoriilor de către Argentina. Din nou soluţia a fost constituirea unui consiliu, de data asta evaluând moneda naţională în funcţie de dolar.

Când a fost introdus noul *peso convertible* de ministrul de Finanţe Domingo Cavallo, în 1991, era a şasea monedă argentiniană în decurs de un secol. Dar şi această soluţie a dat greş. E adevărat că în 1996 inflaţia fusese redusă la zero ; şi a devenit chiar negativă în 1999. Dar rata şomajului era de 15% şi inegalitatea la nivelul veniturilor era aproape la fel de mare ca în Nigeria. În plus, restricţiile monetare nu au fost niciodată însoţite şi de restricţii fiscale ; datoria publică a crescut de la 35% din PIB la sfârşitul anului 1994 la 64% la sfârşitul lui 2001 pentru că administraţia centrală şi cele provinciale au preferat

să exploateze piaţa internaţională a obligaţiunilor în loc să-şi echilibreze bugetele. Pe scurt, în ciuda faptului că a stabilizat moneda şi chiar a redus inflaţia, Cavallo nu reuşise să modifice apucăturile sociale şi instituţionale de fond care provocaseră atâtea crize monetare în trecut. Era pregătit terenul pentru o nouă intrare a Argentinei în incapacitate de plată şi pentru o nouă monedă. După două acţiuni de salvare, în ianuarie (15 miliarde de dolari) şi în mai (opt miliarde de dolari), FMI a refuzat să-i mai arunce şi un al treilea colac de salvare. Pe 23 decembrie 2001, la sfârşitul unui an în care produsul intern brut pe cap de locuitor a scăzut cu un agonizant 12%, guvernul a anunţat un moratoriu privind întreaga datorie externă, inclusiv obligaţiuni în valoare de 81 de miliarde de dolari : în termeni nominali, cea mai de amploare neplată a unei datorii din istorie.

Istoria Argentinei ilustrează faptul că piaţa obligaţiunilor nu e chiar aşa de puternică cum ar părea la prima vedere. Diferenţa medie de 295 de puncte de bază între obligaţiunile argentiniene şi cele britanice în anii 1880 nu prea a reuşit să-i compenseze pe investitori ca Banca Barings pentru riscurile asumate investind în Argentina. În acelaşi fel, diferenţa medie de 664 de puncte de bază dintre obligaţiunile argentiniene şi cele americane în perioada 1998-2000 minimaliza semnificativ riscul de neplată în vreme ce ancorarea monedei de către Cavallo începea să cedeze. Când a fost anunţată intrarea în incapacitate de plată, diferenţa a crescut la 5.500 de puncte de bază ; în martie 2002 a depăşit 7.000 de puncte de bază. După lungi negocieri chinuitoare (era vorba despre 152 de tipuri de bancnote, denominate în şase devize diferite şi aflate sub opt jurisdicţii), majoritatea celor aproximativ 500.000 de creditori au acceptat să primească noi obligaţiuni valoând cam 35 de cenţi la un dolar, una dintre cele mai drastice „marje" din istoria pieţei obligaţiunilor[68]. Neplata datoriilor pe care le avea Argentina s-a dovedit a avea atâta succes (de atunci creşterea economică a explodat, iar obligaţiunile sunt din nou în zona 300-500 de puncte de bază), încât mulţi economişti au început să se întrebe de ce debitorii suverani îşi mai onorează angajamentele faţă de deţinătorii străini de obligaţiuni[69].

Resurecţia rentierului

După cum am văzut, în anii 1920, Keynes prezicea „eutanasierea" rentierului, anticipând că inflaţia va înghiţi în cele din urmă toată averea fictivă a celor care şi-au investit banii în obligaţiuni guvernamentale. Totuşi, în vremurile noastre, vedem o resurecţie miraculoasă a deţinătorului de obligaţiuni. După Marea Inflaţie a anilor 1970, în ultimii 30 de ani ţările şi-au redus pe rând inflaţia la o singură cifră[70]. (Chiar şi în Argentina, inflaţia e sub 10%, deşi unele estimări neoficiale înregistrate de provinciile Mendoza şi San Luis o plasează la peste 20%.) Iar pe măsură ce inflaţia a scăzut, şi obligaţiunile s-au grupat pe una dintre cele mai mari pieţe ale obligaţiunilor din istoria modernă aflate în creştere. Şi mai remarcabil, în ciuda spectaculosului refuz de plată al Argentinei – ca să nu mai vorbim de cel al Rusiei din 1998 –, spread-urile obligaţiunilor de pe pieţele emergente au avut o tendinţă continuă de a se micşora, ajungând la un minimum la începutul anului 2007, ceea ce nu s-a mai întâmplat de dinainte de Primul Război Mondial, generând o încredere nestrămutată în viitorul economic. Zvonurile despre moartea *„Domnului Bond"* s-au dovedit în mod clar a fi exagerate.

Inflaţia s-a redus în parte şi pentru că lucrurile pe care le cumpărăm, de la haine la computere, s-au ieftinit ca urmare a inovaţiilor tehnologice şi a relocalizării producţiei în economiile cu salarii scăzute din Asia. S-a redus şi din pricina unei modificări a politicii

monetare pe plan mondial, care a început cu creşteri de inspiraţie monetaristă a ratelor pe termen scurt, măsuri implementate de Banca Angliei şi Rezervele Federale la sfârşitul anilor 1970 şi începutul anilor 1980, şi a continuat cu lărgirea independenţei şi a ţintelor explicite ale băncii centrale în anii 1990. Aşa cum a demonstrat cazul Argentinei, la fel de important a fost faptul că unele dintre elementele structurale care stimulau inflaţia au slăbit. Sindicatele şi-au mai pierdut din putere. Industriile de stat care înregistrau pierderi au fost privatizate. Dar, poate cel mai important dintre toate, s-a mărit cientela socială interesată de creşterea unei rentabilităţi reale pozitive a obligaţiunilor. În ţările dezvoltate un procent tot mai mare din bogăţie e deţinută sub forma fondurilor private de pensii şi a caselor de economii cărora li se cere – sau cel puţin aşa e de aşteptat – să deţină o mare parte a activelor lor sub forma unor obligaţiuni guvernamentale şi a altor titluri cu venit fix. O analiză a fondurilor de pensii făcută în 2007 în 11 economii majore arăta că mai bine de un sfert din activele lor erau obligaţiuni, un nivel mai scăzut decât în deceniile anterioare, dar o proporţie încă substanţială[71]. Pe an ce trece, proporţia populaţiei care trăieşte din veniturile provenite de pe urma acestor fonduri e în continuă creştere, pe măsură ce creşte şi proporţia pensionarilor.

Ceea ce ne face să ne întoarcem la Italia, ţara în care s-a născut piaţa obligaţiunilor. În 1965, în ajunul Marii Inflaţii, doar 10% dintre italieni aveau 65 de ani sau mai mult. Astăzi proporţia e dublă : în jur de o cincime. Iar în 2050, conform estimărilor Organizaţiei Naţiunilor Unite, va ajunge aproape la o treime. Într-o astfel societate aflată în proces de îmbătrânire, e o nevoie imensă şi în continuă creştere de titluri cu venit fix şi de o inflaţie scăzută pentru a garanta că dobânda acestora îşi menţine puterea de cumpărare. Pe măsură ce tot mai mulţi oameni ies din câmpul muncii, deficitele recurente ale sectorului public fac ca piaţa obligaţiunilor să nu ducă niciodată lipsă de noi obligaţiuni scoase la vânzare. Iar faptul că Italia a renunţat la suveranitatea monetară în favoarea Băncii Centrale Europene înseamnă că niciodată politicienii italieni nu ar trebui să mai aibă ocazia să tipărească bani şi astfel să declanşeze spirala inflaţionistă.

Asta nu înseamnă totuşi că piaţa obligaţiunilor e cea care conduce lumea în sensul la care se referea James Carville. Într-adevăr, genul de disciplină pe care o asocia cu piaţa obligaţiunilor în anii 1990 era evidentă tocmai datorită lipsei de disciplină în timpul administraţiei lui George W. Bush, succesorul preşedintelui Bill Clinton. Cu doar câteva luni înainte de alegerea preşedintelui Bush, pe 7 septembrie 2000, National Debt Clock din Times Square din New York a fost oprit. În ziua aceea acesta indica : „Datoria noastră publică : 5.676.989.904.887 de dolari. Partea familiei tale : 73.733 de dolari". După trei ani de excedente bugetare, ambii candidaţi la preşedinţie vorbeau de parcă achitarea datoriei publice ar fi fost un proiect viabil. După cum relata CNN :

> Candidatul la preşedinţie din partea Partidului Democrat, Al Gore, a schiţat un plan care, spune el, va elimina datoria până în 2012. Unii consilieri economici ai lui George W. Bush, guvernatorul statului Texas şi candidatul la preşedinţie din partea Partidului Republican, sunt de acord în principiu cu achitarea datoriei, dar nu s-au angajat s-o elimine până la o dată anume[72].

Faptul că al doilea candidat nu şi-a luat un angajament clar a fost un semn. În timpul mandatului lui Bush la Casa Albă, administraţia sa a înregistrat deficite bugetare în şapte din cei opt ani. Datoria federală a crescut de la cinci trilioane la nouă trilioane de dolari. Biroul pentru Buget al Congresului a estimat o creştere continuă până la peste 12 trilioane de dolari în 2017. Şi totuşi, departe de a sancţiona această risipă excesivă, piaţa obligaţiunilor

chiar a răsplătit-o. Între decembrie 2000 şi noiembrie 2008, randamentul la obligaţiunile de tezaur *a scăzut* de la 5,24% la 3,53%.

Studiind piaţa obligaţiunilor izolat, e imposibil să înţelegem această „enigmă" – cum numea Alan Greenspan această incapacitate a randamentelor obligaţiunilor de a reacţiona la creşterile ratei dobânzilor pe termen scurt[73]. Aşa că acum ne mutăm atenţia de la piaţa datoriilor guvernamentale la sora sa mai tânără şi în multe privinţe mai dinamică: piaţa participaţiilor la capitalurile corporatiste, numită colocvial piaţa de capital.

Capitolul 3

Cum se sparg bulele

Anzii se întind pe mai bine de patru mii de mile ca o coloană vertebrală contorsionată şi zimţuită de-a lungul jumătăţii vestice a continentului sud-american. Format cam cu o sută de milioane de ani în urmă, în momentul în care placa tectonică Nazca a început să alunece încet, dar tumultuos sub placa tectonică sud-americană, cel mai înalt vârf al său, muntele Aconcagua din Argentina, a atins 6.961 de metri deasupra nivelului mării. Fraţii mai mici din Chile ai muntelui Aconcagua stau ca nişte santinele albe şi strălucitoare în jurul oraşului Santiago. Dar abia când ajungi pe înălţimile platoului bolivian îţi dai seama de imensitatea Anzilor. Când se înalţă norii de ploaie pe drumul dintre La Paz şi lacul Titicaca, vezi munţii care domină zarea, conturând la orizont o uluitoare linie neregulată, ca dinţii unui fierăstrău.

Când priveşti Anzii, e greu să-ţi închipui că vreo formă de organizare umană poate înfrunta o asemenea barieră naturală imensă. Dar o companie americană nu s-a lăsat intimidată de piscurile ascuţite, cum nu s-a sfiit nici în faţa pădurii amazoniene care se întinde la est. Compania aceasta s-a apucat să construiască o conductă de gaze din Bolivia, de-a latul continentului, până la coasta atlantică a Braziliei şi alta – cea mai lungă din lume – din capătul Patagoniei până in capitala Argentinei, Buenos Aires.

Astfel de planuri grandioase, subliniind ambiţia nemăsurată a capitalismului modern, au fost posibile datorită inventării uneia dintre cele mai importante instituţii ale lumii moderne : compania. Ea este cea care le permite câtorva mii de oameni să-şi comaseze resursele pentru proiecte riscante pe termen lung care necesită investirea unor imense sume de capital înainte să se poată realiza profituri. Aparând activitatea bancară şi născându-se piaţa obligaţiunilor, următorul pas în istoria ascensiunii banilor a fost deci apariţia societăţii pe acţiuni cu răspundere limitată : pe acţiuni deoarece capitalul era deţinut în comun de mai mulţi investitori ; cu răspundere limitată pentru că, datorită existenţei separate a companiei ca persoană juridică, investitorii nu riscau să-şi piardă toată averea în cazul în care întreprinderea eşua. Răspunderea lor se limita la banii pe care îi folosiseră ca să cumpere participaţie la capitalul societăţii. Şi întreprinderile mai mici ar putea opera ca societăţi. Dar cei ce aspirau să acopere continente întregi aveau nevoie de companie[1].

Totuşi, capacitatea companiilor de a transforma economia mondială depindea de altă inovaţie înrudită. În teorie, directorii societăţilor pe acţiuni ar trebui să fie ţinuţi în frâu de acţionarii vigilenţi, care participă la reuniunile anuale şi încearcă să-şi exercite influenţa direct sau indirect, prin intermediul administratorilor. În practică, principala formă de control este exercitată de bursele de valori, unde un număr aproape infinit de părticele din companii (numiţi-le cum vreţi : stocuri, acţiuni, acţiuni ordinare) sunt cumpărate şi

vândute în fiecare zi. În esenţă, preţul pe care sunt dispuşi să-l plătească oamenii pentru o bucăţică dintr-o companie ne spune câţi bani socotesc ei că va face acea companie în viitor. În fapt, bursele implică un fel de referendumuri din oră în oră privind companiile ale căror acţiuni sunt tranzacţionate : dacă sunt bine conduse, dacă produsele lor sunt atrăgătoare şi care sunt perspectivele principalelor lor pieţe.

Dar bursele de valori au şi ele o viaţă a lor. Viitorul e în mare măsură nesigur, aşa încât evaluările noastre privind rentabilitatea economică viitoare a anumitor companii s-ar putea să varieze. Dacă am fi cu toţii nişte maşini de calcul, am procesa toate informaţiile în acelaşi timp şi am ajunge la aceeaşi concluzie. Dar suntem oameni, deci suntem înclinaţi spre miopie şi toane. Când preţurile de piaţă saltă la unison, aşa cum se întâmplă adesea, investitorii parcă sunt loviţi de un fel de euforie colectivă, ceea ce Alan Greenspan, fostul preşedinte al Rezervelor Federale, numea exuberanţă iraţională[2]. Dimpotrivă, când „spiritul animalic" al investitorilor trece de la lăcomie la spaimă, bula euforiei de mai înainte se sparge subit. Iar simbolistica zoologică e, bineînţeles, parte integrantă a culturii bursei. Cumpărătorii optimişti de acţiuni sunt *tauri*, vânzătorii pesimişti sunt *urşi*. Astăzi se spune că investitorii sunt o cireadă de erbivore electronice, acum păscând fericite venituri pozitive, acuşi năpustindu-se înnebunite spre poarta fermei. Adevărul e că pieţele de valori sunt o oglindă a psihicului *uman*. La fel ca *Homo sapiens*, şi ele pot ajunge în depresie. Pot chiar să fie complet distruse. Şi totuşi, speranţa – sau poate e doar amnezia ? – pare întotdeauna să fie în stare să triumfe după aceste experienţe nefericite.

În cei patru sute de ani de când s-au vândut şi s-au cumpărat primele acţiuni, a existat o serie de bule financiare. De nenumărate ori, preţul acţiunilor a urcat până la niveluri de nesusţinut doar pentru ca apoi să se prăbuşească din nou. De nenumărate ori acest proces a fost însoţit de escrocherii pentru că unii iniţiaţi fără scrupule au încercat să profite pe seama novicilor naivi. Acest şablon e atât de familiar, încât poate fi împărţit în cinci etape :

1. *transferul* : unele modificări în circumstanţele economice creează oportunităţi noi şi profitabile pentru anumite companii ;
2. *euforia* sau tranzacţionarea excesivă : se instalează un proces de feedback prin care aşteptarea unor profituri mai mari duce la o creştere rapidă a preţurilor acţiunilor ;
3. *mania* sau bula : perspectiva unor aporturi facile de capital îi atrage pe investitorii neiniţiaţi şi pe escrocii dornici să-i uşureze de bani pe cei dintâi ;
4. *stresul* : iniţiaţii îşi dau seama că profiturile aşteptate nu pot justifica preţul acum exorbitant al acţiunilor şi încep să obţină beneficii vânzând ;
5. *repulsia* sau pierderea încrederii : pe măsură ce preţul acţiunilor scade, toţi outsiderii se precipită să caute o cale de scăpare, provocând spargerea bulei[3].

Inflaţia preţurilor bursiere mai au trei trăsături recurente. Prima se referă la rolul a ceea ce unii numesc informaţii asimetrice. Iniţiaţii – cei care gestionează societăţile-fantomă – ştiu mult mai multe decât outsiderii, pe care vor să-i uşureze de bani. În afaceri există întotdeauna astfel de asimetrii, bineînţeles, dar în cazul unei bule iniţiaţii le exploatează prin mijloace necinstite[4]. A doua trăsătură e determinată de fluxurile transfrontaliere de capital. Bulele tind să se ivească mai ales atunci când capitalul circulă liber între ţări. Speculatorul experimentat, care operează dintr-un mare centru financiar, s-ar putea să nu aibă informaţiile din interior ale celui cu adevărat iniţiat. Însă este mai înclinat să-şi aleagă mai bine momentul – cumpărând din vreme şi vânzând înainte ca bula să se spargă – decât proaspătul investitor naiv. În cazul unei bule, cu alte cuvinte, nu toţi sunt iraţionali ; sau,

cel puţin, unii dintre cei exuberanţi sunt mai puţin iraţionali decât alţii. În sfârşit şi cel mai important, trebuie să constatăm că fără credite uşor de obţinut nu poate apărea o bulă adevărată. De aceea atât de multe bule au la origine omisiunile sau comisioanele băncilor centrale.

Nimic nu ilustrează mai clar decât istoria repetitivă a inflaţiei preţurilor bursiere că fiinţelor umane le vine foarte greu să tragă învăţăminte. Să ne gândim cum vedeau lumea cititorii revistei *Business Week* în două momente diferite, la exact 20 de ani distanţă. Pe 13 august 1979, pe copertă era publicat un certificat de acţiuni mototolit sub forma unei săgeţi de hârtie strivite, avînd deasupra comentariul: „Moartea acţiunilor: cum distruge inflaţia bursa". Cititorilor li se explica limpede magnitudinea crizei:

> Masele au trecut de multă vreme de la acţiuni la investiţii care au randamente mai mari şi sunt mai protejate de inflaţie. Acum fondurile de pensii – ultima speranţă a pieţei – au obţinut permisiunea de a trece de acţiuni şi obligaţiuni la imobiliare, contracte la termen, aur şi chiar diamante. Se pare că acţiunile chiar sunt pe moarte[5].

În acea zi, indicele Dow Jones, cel mai vechi de la bursa americană, a închis la 875, cam acelaşi nivel avut cu zece ani înainte şi cu aproape 17% sub vârful de 1.052 atins în ianuarie 1973. Pesimismul era de înţeles după un deceniu şi jumătate de dezamăgiri. Şi totuşi, departe de a fi pe moarte, peste doar câţiva ani acţiunile americane aveau să fie obiectul uneia dintre marile presiuni ale speculanţilor *à la hausse* din vremurile moderne. După ce a atins nivelul cel mai de jos, în august 1982 (777), indicele Dow Jones a crescut de peste trei ori în numai cinci ani, atingând un record de 2.700 în vara anului 1987. După o lichidare rapidă în octombrie 1987, indicele a început din nou să crească. După 1995, ritmul său de creştere chiar s-a accentuat. Pe 27 septembrie 1999, a închis la aproape 10.395, ceea ce însemna că preţul mediu al unei mari corporaţii americane a crescut de 12 ori în doar 20 de ani. În acea zi, publicul revistei *Business Week* putea citi emoţionat:

> Condiţiile nu trebuie să se îmbunătăţească foarte mult pentru ca indicele Dow Jones să ajungă la 36.000, spun James K. Glassman şi Kevin A. Hassett în *Dow 36,000: The New Strategy for Profiting from the Coming Rise in the Stock Market*. Ei argumentează că bursa merită deja să fie un indice de 36.000 şi că preţurile acţiunilor se vor îndrepta către această creştere în următorii trei-cinci ani, pe măsură ce investitorii vor ajunge şi ei la această concluzie... Piaţa – chiar şi la un coeficient de capitalizare bursieră de 30* – este un chilipir. După părerea lor, „un preţ cât se poate de rezonabil" al pieţei... este un profit de 100 de ori mai mare[6].

Acest articol a fost publicat cu mai puţin de patru luni înainte de colapsul bulei internetului, a cărei creştere se bazase pe aşteptările exagerate cu privire la viitoarele profituri ale unor companii tehnologice. În octombrie 2002, indicele Dow Jones scăzuse la 7.286, nivel pe care nu îl mai atinsese decât la sfârşitul anului 1997. La momentul când scriu aceste rânduri (aprilie 2008), încă se situează la o treime din valoarea pe care au prezis-o Glassman şi Hassett.

---

* Raportul dintre preţul acţiunilor şi beneficiile lor, inclusiv şi dividendele. Media pe termen lung (din 1871) a coeficientului de capitalizare bursieră în Statele Unite este de 15,5. Valoarea maximă a fost atinsă în 1999: 32,6. În mod obişnuit acesta se cantonează în jur de 18,6 (cifre pentru indicele 500 Standard and Poor's, extins în timp pentru Global Financial Data).

Performanța bursei americane se măsoară, poate, cel mai corect comparând valoarea totală a câștigurilor din acțiuni, presupunând că se reinvestesc toate dividendele, cu randamentele totale ale altor active financiare, cum ar fi obligațiunile guvernamentale și cambiile comerciale sau biletele de tezaur, ultimele putând fi considerate un substitut pentru orice alt instrument cu o aplicare de scurtă durată, cum ar fi fondurile de piață monetară sau depozitele bancare la vedere. Data de început, 1964, e anul nașterii autorului. Va deveni limpede imediat că, dacă părinții mei ar fi putut să investească chiar și o sumă modestă la bursa americană la acea dată și ar fi continuat să-și reinvestească dividendele pe care le-ar fi câștigat în fiecare an, ar fi putut să-și sporească investiția inițială de aproape 70 de ori până în 2007. De exemplu, 10.000 de dolari ar fi devenit 700.000 de dolari. Alternativele reprezentate de obligațiuni sau de bonurile de tezaur ar fi însemnat un câștig mai mic. Un fond de investiții în obligațiuni ar fi crescut de mai puțin de 23 de ori ; un portofoliu de bonuri de tezaur ar fi crescut de numai 12 ori. Nu mai e nevoie să spunem că aceste cifre trebuie ajustate descrescător pentru a ține seama de costul vieții, care a crescut de aproape șapte ori în timpul vieții mele. În termeni reali, acțiunile au crescut de 10,3 ori, obligațiunile de 3,4 ori, bonurile de tezaur de 1,8 ori. Dacă părinții mei ar fi făcut greșeala de a cumpăra pur și simplu 10.000 de dolari în bancnotele din anul 1964, valoarea reală a economiilor fiului lor ar fi scăzut în termeni reali cu 85%.

Pe termen lung nici o bursă nu a surclasat-o pe cea americană. O estimare a randamentelor reale ale piețelor bursiere pe termen lung arăta o rentabilitate medie la bursa americană de 4,73% pe an, între anii 1920 și anii 1990. Urma Suedia (3,71), Elveția (3,03), Marea Britanie înscriindu-se abia în top 10 cu 2,28%. Dintre cele 27 de burse studiate, șase au suferit cel puțin o întrerupere majoră, de obicei din pricina unui război sau a unei revoluții. Zece piețe au avut rentabilități reale negative pe termen lung, cele mai afectate fiind cele din Venezuela, Peru, Columbia și, pe ultimul loc, bineînțeles, Argentina (-5,36%)[7]. „Acțiunile pe termen lung" nu constituie nici pe departe un panaceu[8]. Rămâne totuși un adevăr că, în cele mai multe țări pentru care avem date pe perioade îndelungate, acțiunile au surclasat obligațiunile – cu un factor de aproximativ 5 în secolul XX[9]. Și nu trebuie să ne surprindă în nici un fel. După cum am văzut în capitolul 2, obligațiunile sunt doar o promisiune a guvernelor de a plăti dobândă și în cele din urmă de a rambursa suma după o anumită perioadă specificată. Fie prin neplată, fie prin depreciere monetară, multe guverne nu și-au onorat aceste promisiuni. În schimb, o acțiune e o parte din capitalul unei corporații cu scop lucrativ. Dacă respectiva companie reușește în eforturile sale, nu vor exista doar dividende, ci și o probabilitate semnificativă de apreciere a capitalului. Dar, bineînțeles, există și riscuri. Câștigurile din acțiuni sunt mai puțin predictibile și mai volatile decât rentabilitatea obligațiunilor și a bonurilor de tezaur. Sunt mai multe șanse ca o corporație obișnuită să dea faliment și să dispară cu totul decât ca un stat suveran obișnuit să dispară. În cazul falimentului acelei societăți comerciale, titularii de obligațiuni și de alte forme de îndatorare vor fi despăgubiți primii ; deținătorii de acțiuni comune s-ar putea să nu mai capete nimic. Din aceste motive, economiștii consideră că câștigurile superioare din acțiuni includ „o primă de risc pentru acțiuni", deși în anumite cazuri e limpede că merită să-ți asumi acest risc.

Compania în care te afli

În spatele faţadei cu ornamente în stil baroc a bisericii San Moisè din Veneţia, chiar sub picioarele zecilor de mii de turişti care o vizitează în fiecare an, se află o inscripţie remarcabilă, dar rareori băgată în seamă:

HONORI ET MEMORIAL JOANNIS LAW EDINBURGENSES
REGII GALLIARUM AERARII PREFECTI CLARISSIMA

„În onoarea şi memoria lui John Law din Edinburgh, distinsul controlor al trezoreriei regilor francilor." E un loc de veci neobişnuit pentru omul care a inventat bula bursieră.

Un scoţian ambiţios, condamnat pentru crimă, jucător împătimit şi geniu financiar pervers, John Law nu a fost responsabil doar pentru primul adevărat ciclu de expansiune şi contracţie a preţurilor activelor. Se poate spune şi că, indirect, a cauzat Revoluţia Franceză, distrugând toate şansele Vechiului Regim monarhic de a-şi reforma finanţele. Istoria sa e una dintre cele mai uluitoare şi mai puţin înţelese poveşti de aventuri din toată istoria finanţelor. În multe privinţe face parte şi din istoria vremurilor noastre.

Născut la Edinburgh în 1671, Law era fiul unui aurar de succes şi moştenitor al castelului Lauriston, de unde se vedea Firth of Forth. A plecat, în 1692, la Londra, unde şi-a risipit averea în tot felul de investiţii riscante şi la cărţi. Doi ani mai târziu, în urma unui duel cu vecinul său, care nu voia să mai locuiască în aceeaşi casă cu desfrânatul de Law şi amanta lui, adversarul lui Law a fost ucis. Acesta a fost judecat şi condamnat la moarte, dar a reuşit să fugă din închisoare şi s-a retras la Amsterdam.

Law nu ar fi putut alege un oraş mai nimerit unde să se ascundă. Prin anii 1690, Amsterdamul era capitala mondială a inovărilor din sectorul financiar. Pentru a-şi finanţa lupta împotriva Spaniei la sfârşitul secolului al XVI-lea, după cum am văzut în capitolul precedent, olandezii au îmbunătăţit sistemul italian al datoriei publice (introducând, printre altele, împrumuturi de loterie, care le permitea oamenilor să rişte investindu-şi economiile în datoria publică). Îşi reformaseră şi moneda, creând ceea ce, fără îndoială, a fost prima bancă centrală, Banca de Schimburi din Amsterdam (*Wisselbank*), care a rezolvat problema devalorizării monedei, creând o formă fiabilă de bani scripturali (vezi capitolul 1). Dar, probabil, cea mai mare invenţie a olandezilor a fost societatea pe acţiuni.

Povestea companiei a început cu un secol înainte de sosirea lui Law şi îşi avea originea în eforturile neguţătorilor olandezi de a smulge din mâinile Portugaliei şi Spaniei controlul asupra comerţului atât de profitabil cu mirodeniile aduse din Asia. Europenii erau înnebuniţi după mirodenii precum scorţişoara, cuişoarele, nucşoara şi piperul, folosite nu numai pentru a da gust mâncării, ci şi pentru a conserva alimentele. De secole, aceste articole erau aduse pe uscat, pe Drumul Mirodeniilor, din Asia până în Europa. Dar, după descoperirea de către portughezi a drumului pe mare spre Indiile de Est ocolind Capul Bunei Speranţe, s-au ivit noi oportunităţi de afaceri irezistibil de atrăgătoare. Muzeul de Istorie din Amsterdam e plin de picturi înfăţişând corăbii olandeze în drum spre sau venind dinspre Indiile de Est. Pe unul dintre primele scrie: „Patru corăbii au ridicat pânzele ca să se ducă şi să aducă mirodenii din Bantam şi acolo au întemeiat factorii. Şi s-au întors încărcate cu bogăţii... la Amsterdam. Plecate pe 1 mai 1598, întoarse în 19 iulie 1599". După cum sugerează asta, călătoria dus-întors era foarte lungă (14 luni era de fapt sub medie). O astfel de călătorie era şi plină de riscuri: din 22 de nave care au ridicat ancora în 1598, doar vreo 12 s-au întors teferе. Din aceste motive, era normal ca

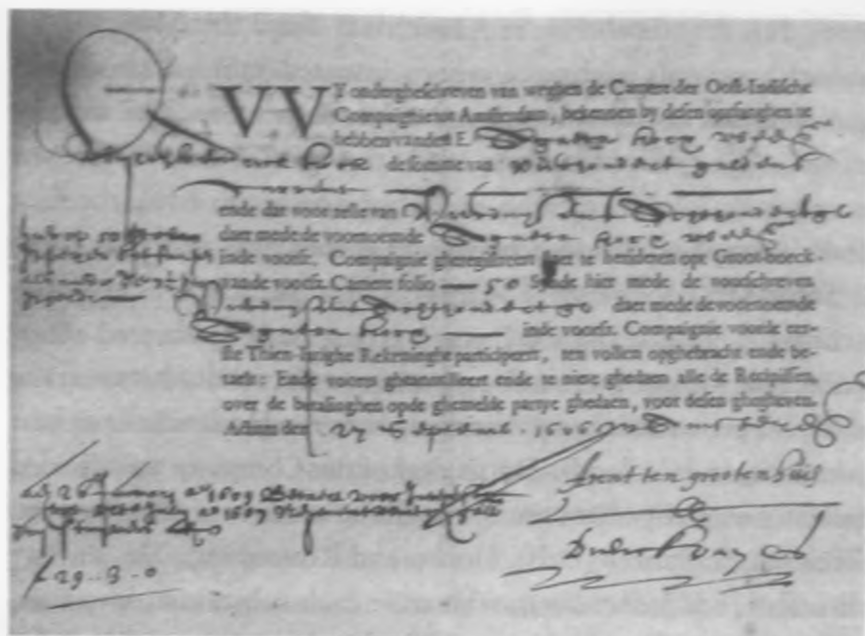
neguţătorii să-şi comaseze resursele. Pe la 1600 existau deja vreo şase companii ale Indiilor de Est nou-înfiinţate care operau din principalele porturi olandeze. Totuşi, în fiecare caz aceste entităţi erau constituite pe termen limitat, specificat dinainte – de obicei pe durata estimată a călătoriei –, după care capitalul le era rambursat investitorilor[10]. Dar acest model de afaceri nu era suficient pentru a construi nişte baze permanente şi fortificaţii care erau evident necesare dacă voiau să le ia locul portughezilor şi aliaţilor lor, spaniolii*. Îmboldite atât de calcule strategice, cât şi de profituri, Stările Generale olandeze, parlamentul Provinciilor Unite, au propus, în consecinţă, să fuzioneze companiile existente în acel moment într-o singură entitate. Iar rezultatul a fost Compania Unită a Indiilor de Est, Vereenigde Nederlandsche Geoctroyeerde Oostindische Compagnie (Compania Olandeză Unită a Indiilor de Est sau, prescurtat, VOC), fondată oficial în 1602, care avea dreptul de monopol asupra comerţului olandez la est de Capul Bunei Speranţe şi la vest de Strâmtoarea Magellan[11].

Structura VOC constituia o noutate din mai multe puncte de vedere. E adevărat că, la fel ca predecesoarele sale, se presupunea a fi constituită pe o perioadă determinată, în acest caz pentru 21 de ani; articolul 7 al statutului companiei stipula că investitorii vor avea dreptul să-şi retragă banii după doar zece ani, când se făcea prima balanţă generală. Dar dimensiunea acestei companii era fără precedent. Toţi rezidenţii Provinciilor Unite puteau subscrie la capitalul Companiei, iar statutul nu stabilea nici o limită superioară pentru suma pe care o puteau investi. Neguţători, meşteşugari, ba chiar şi servitori s-au îngrămădit să cumpere acţiuni; numai în Amsterdam erau 1.143 de investitori, dintre care doar opt au investit mai mult de 10.000 de guldeni, iar 445 mai puţin de 1.000. Suma totală s-a ridicat la 6,45 milioane de guldeni, ceea ce a transformat VOC, de departe, în cea mai mare corporaţie din epoca respectivă. Capitalul rivalei sale din Anglia, Compania Indiilor de Est, înfiinţată cu doi înainte, era de exact 68.373 de lire sterline – în jur de 820.000 de guldeni –, prin contribuţia a doar 219 de subscriitori[12]. Întrucât VOC era o întreprindere finanţată de stat, s-au făcut toate eforturile pentru a depăşi rivalitatea dintre diferite provincii (mai ales dintre Olanda, cea mai bogată provincie, şi Zeelanda). Capitalul Companiei a fost împărţit (deşi nu în mod egal) între şase camere de comerţ regionale (Amsterdam, Zeelanda, Enkhuizen, Delft, Hoorn şi Rotterdam). Şi cei 70 de directori (*bewindhebbers*), care erau şi investitori importanţi, erau împărţiţi între aceste camere. Printre altele, aveau rolul de a numi 17 oameni care să fie *Heeren XVII* – cei Şaptesprezece Lorzi –, un fel de consiliu de conducere al companiei. Deşi Amsterdamul acoperea 57,4% din capitalul global al VOC, el a numit doar opt dintre cei Şaptesprezece Lorzi. Printre directorii fondatori se număra şi Dirck Bas, un *pater familias* orientat spre profit care (dacă e să judecăm după portretul său) nu era deloc deranjat de avuţiile sale[13].

În felul acesta proprietatea asupra Companiei era împărţită în mai multe *partijen* sau *actien* – literal, „acţiuni" (ca în expresia *participare la acţiune*). Plata pentru acţiuni se făcea în rate, care trebuiau plătite în 1603, 1605, 1606 şi 1607. Certificatele eliberate nu erau certificate în sensul modern al cuvântului, ci mai degrabă un fel de recipise; documentul-cheie în faţa legii era registrul acţionarilor VOC, unde erau trecute toate numele acţionarilor din momentul achiziţiei[14]. Principiul răspunderii limitate era implicit: acţionarii îşi puteau pierde doar banii investiţi în companie, nu şi alte bunuri în eventualitatea unui eşec[15]. În schimb, câştigurile nu erau garantate; articolul 17 al statutului VOC menţiona doar că plata se va face către acţionari îndată ce se obţinea profituri echivalente cu 5% din capitalul iniţial.

---

* Între 1580 şi 1640, coroanele Spaniei şi Portugaliei erau unite.



Cea mai veche acţiune: acţiunea nr. 6 a Companiei Olandeze a Indiilor de Est (nu este un certificat de acţiuni propriu-zis, ci o recipisă pentru o parte din valoarea unei acţiuni, emisă de Camere Amsterdam la 27 septembrie 1606 şi semnată de Arent ten Grotenhuys şi Dirck van Os)

VOC nu a avut în fapt un succes comercial imediat. Trebuia să fie create reţele de comerţ, să se stabilească un mod de operare şi să se asigure bazele deja înfiinţate. Între 1603 şi 1607, 22 de corăbii au fost echipate şi trimise în Asia, la un cost de aproape 3,7 milioane de guldeni. Scopul iniţial era de a înfiinţa o seamă de fabrici (rafinării de salpetru, manufacturi de textile şi depozite), produsele acestora urmând a fi schimbate pe mirodenii. Primele succese împotriva portughezilor au însemnat avanposturi instalate la Masulipatnam, în Golful Bengal şi Amboyna (actualul Ambon), în arhipelagul Moluce (Maluku), dar în 1606 amiralul Matelief nu a reuşit să ocupe Malacca (Melaka) din Peninsula Malaysia, iar un atac asupra insulei Makian (altă insulă din Moluce) a fost respins cu succes de flota spaniolă. A eşuat şi încercarea de a construi un fort pe Banda Neira, cea mai mare dintre insulele Banda, producătoare de nucşoară[16]. În timpul armistiţiului de 12 ani semnat cu Spania în 1608, VOC a câştigat mai mulţi bani din capturarea corăbiilor inamice decât din comerţ[17]. Un investitor principal, menonitul Pieter Lijntjens, a fost atât de îngrozit de purtarea războinică a Companiei, încât s-a retras în 1605. Un altul, Isaac le Maire, unul dintre primii directori, a demisionat în semn de protest faţă de ceea ce el numea proasta administrare a afacerilor Companiei[18].

Dar câtă putere aveau chiar şi acţionarii importanţi? Puţină. În 1612, când directorii Companiei au înaintat guvernului o cerere de a fi scutiţi de obligaţia de a publica bilanţuri pe zece ani – data la care investitorii ar fi trebuit să-şi poată retrage capitalul dacă doreau – guvernul le-a acceptat cererea şi atât publicarea bilanţurilor, cât şi rambursarea capitalului investitorilor au fost amânate. Ca singură concesie făcută pentru a-i îmbuna pe acţionari, cei Şaptesprezece Lorzi au acceptat în 1610 să facă o plată a dividendelor în anul următor, deşi la acel moment Compania era atât de strâmtorată, încât dividendele au fost plătite în mirodenii. În 1612 s-a anunţat că VOC nu va fi lichidată, aşa cum se plănuise iniţial.

Asta însemna că orice acţionari care îşi voiau banii înapoi nu aveau decât să-şi vândă acţiunile altui investitor[19].

În felul acesta societatea pe acţiuni şi piaţa valorilor mobiliare s-au născut la un interval de doar câţiva ani. Imediat după ce a apărut prima întreprindere proprietate publică, cu prima ofertă publică iniţială de acţiuni, s-a ivit şi o piaţă secundară pentru a permite cumpărarea şi vânzarea acestor acţiuni. S-a dovedit a fi o piaţă remarcabil de lichidă. Rulajul acţiunilor VOC a fost ridicat : în 1607 mai bine de o treime din acţiunile companiei au fost transferate de la deţinătorii iniţiali la alţii[20]. În plus, pentru că registrele Companiei erau deschise cam neregulat – achiziţiile erau înregistrate oficial lunar sau trimestrial –, curând s-a format o piaţă la termen foarte activă pentru acţiunile VOC, care permitea vânzările cu livrare ulterioară. La început, astfel de tranzacţii se făceau în pieţe neoficiale, în aer liber, pe Warmoesstraat sau lângă Oude Kerk. Dar piaţa acţiunilor VOC era atât de activă, încât în 1608 s-a hotărât să se construiască aşa-numitul *Beurs*, o clădire acoperită din Rokin, nu departe de primărie. Cu curtea sa pătrăţoasă, colonade şi turnul cu ceas, prima bursă din lume arăta ca un Oxford College medieval. Dar ceea ce se petrecea acolo între ceasurile amiezii şi ora 2, în fiecare zi lucrătoare, era de-a dreptul revoluţionar. Un contemporan a surprins atmosfera de pe ringul de tranzacţionare în momentul în care activitatea lua de sfârşit : „Strângeri de mână urmate de strigăte şi ocări, vorbe ruşinoase, îmbrânceli şi ghionturi". Taurii (*liefhebbers*) se luptau cu urşii (*contremines*). Speculatorul îngrijorat „îşi roade unghiile, îşi frământă degetele, închide ochii, face patru paşi şi vorbeşte de patru ori de unul singur, îşi duce mâinile la falcă, de parcă l-ar durea dinţii, şi toate aceste mişcări sunt însoţite de o tuse misterioasă"[21].

Şi nu e o coincidenţă că tot în această perioadă a fost înfiinţată (în 1609) şi Banca de Schimburi din Amsterdam, pentru că o bursă nu poate funcţiona fără un sistem monetar eficient. Din momentul în care bancherii olandezi au început să accepte acţiuni ale VOC ca garanţii pentru împrumuturi, a început şi consolidarea legăturii dintre bursă şi acordarea de credite. Pasul următor a fost ca băncile să împrumute bani pentru ca acţiunile să poată fi cumpărate cu credit. Compania, bursa şi banca formau temelia triunghiulară a unui nou tip de economie.

O vreme a părut că vocile critice împotriva VOC, în frunte cu nemulţumitul director le Maire, ar fi putut exploata această nouă piaţă pentru a exercita presiuni asupra directorilor companiei. Un efort concertat de a influenţa scăderea preţului acţiunilor VOC prin vânzarea fără acoperire pe piaţa emergentă a contractelor la termen a fost stopat prin plata dividendelor în 1611, ruinându-i pe le Maire şi pe acoliţii săi[22]. Dividende în numerar au fost plătite şi în 1612, 1613 şi 1618[23]. Totuşi, criticii Companiei („investitorii disidenţi" sau *Doleanten*) au rămas nemulţumiţi. Într-o broşură intitulată *Discursul necesar* (*Nootwendich Discours*), publicată în 1622, un autor anonim se plângea de lipsa de transparenţă ce caracteriza „conducerea anumitor directori care îşi urmăresc propriile interese" şi care se străduiau „ca totul să rămână nelămurit" : „Putem prepune doar că registrul contabil a fost uns cu slănină şi aruncat la câini"[24]. Nemulţumiţii argumentau că funcţia de director trebuia să fie deţinută doar o perioadă fixă şi toţi acţionarii principali să aibă dreptul de a numi un director.

Campania pentru o reformare a ceea ce acum avea să se cheme guvernanţa corporativă a VOC a dat roade. În decembrie 1622, când a fost reînnoită carta Companiei, aceasta a fost modificată substanţial. Directorii nu aveau să mai fie numiţi pe viaţă, ci doar pentru câte un mandat de trei ani. „Principalii participanţi" (acţionarii cu tot atâta capital investit ca şi directorii) aveau de acum dreptul de a-i numi pe „Cei Nouă" din rândul lor pe care cei Şaptesprezece Lorzi trebuiau să-i consulte „în probleme mari şi importante" şi care

urmau să aibă şi dreptul de a controla contabilitatea anuală a celor şase camere şi de a-i nominaliza, împreună cu cei Şaptesprezece Lorzi, pe candidaţii la funcţiile de directori. În plus, în martie 1623, s-a căzut de acord ca Cei Nouă să aibă dreptul să participe la şedinţele celor Şaptesprezece Lorzi (dar nu şi să voteze) şi să examineze raportul anual de achiziţii. Principalii participanţi aveau, de asemenea, dreptul să numească anumiţi contabili independenţi (*rekeningopnemers*) care să verifice conturile trimise Stărilor Generale[25]. Acţionarii au fost satisfăcuţi şi de decizia luată în 1632 de a se stabili un nivel standard de 12,5% de dividend, dublul ratei la care Compania putea să împrumute bani*. Rezultatul acestor politici a fost că, practic, începând din acel moment, toate profiturile nete ale Companiei le erau distribuite acţionarilor[26]. De asemenea, acţionarii aveau garanţia efectivă că nu li se vor dilua acţiunile. În mod uimitor, baza de capital a VOC a rămas în linii mari neschimbată pe toată durata existenţei sale[27]. Atunci când erau necesare imobilizări de capital, VOC făcea rost de bani nu emiţînd noi acţiuni, ci emiţând titluri de creanţă sub formă de obligaţiuni. Reputaţia Companiei era atât de solidă, încât în 1670 a putut opera ca intermediar pentru un împrumut de două milioane de guldeni al statelor Olanda şi Zeelanda.

Dar nici unul dintre aceste aranjamente nu ar fi fost posibil, bineînţeles, dacă VOC nu ar fi devenit profitabilă la mijlocul secolului al XVII-lea. Meritul a fost în mare măsură al lui Jan Pieterszoon Coen, un tânăr belicos care nu îşi făcea nici un fel de iluzii cu privire la relaţia dintre comerţ şi coerciţie. După cum spunea chiar Coen: „Nu putem face război fără comerţ şi nici comerţ fără război"[28]. Era nemilos faţă de concurenţă, executându-i pe reprezentanţii Companiei Britanice a Indiilor de Est de la Amboyna şi exterminându-i efectiv pe băştinaşii din insulele Banda. Născut să întemeieze imperii, Coen a preluat controlul micului port Jakarta din Java în mai 1619, l-a rebotezat Batavia şi, la numai 30 de ani, a devenit primul guvernator general al Indiilor de Est olandeze. El şi succesorul său, Antonie van Diemen, au extins sistematic puterea olandezilor în regiune, alungându-i pe britanici din insulele Banda, pe spanioli din insulele Ternate şi Tidore şi pe portughezi din Malacca. Pe la 1657, olandezii controlau cea mai mare parte a Ceylonului (Sri Lanka); în deceniul următor s-au extins de-a lungul Coastei Malabar a Peninsulei India, precum şi în insula Celebes (Sulawesi). Existau baze olandeze prospere şi pe coasta Coromandel a Peninsulei Hindustan[29]. Corăbiile lor erau simbolul puterii de foc şi a comerţului internaţional, după cum o ilustrează *Batavia* – o splendidă reproducere a acesteia poate fi văzută la Lelystad, pe coasta Olandei.

Profiturile comerciale ale acestei strategii agresive erau substanţiale. Până în anii 1650, VOC instituise un monopol eficient şi deosebit de profitabil asupra exporturilor de cuişoare şi nucşoară (piperul se cultiva pe o arie mult prea largă pentru ca producţia acestuia să fie monopolizată) şi devenea o importantă societate intermediară a exporturilor indiene de textile din Coromandel[30]. De asemenea, funcţiona şi în calitate de centru al comerţului intraasiatic, schimbând argintul şi cuprul din Japonia pe textilele din India şi aurul şi mătasea din China. La rândul lor, textilele din India puteau fi schimbate pe piper şi mirodenii din insulele din Pacific, care puteau fi folosite pentru a cumpăra metale preţioase din Orientul Mijlociu[31]. Mai apoi, Compania a furnizat servicii financiare şi altor europeni din Asia, în mod deosebit lui Robert Clive, care şi-a transferat o mare parte a averii pe care a dobândit-o prin cucerirea Bengalului înapoi la Londra, via Batavia şi Amsterdam[32]. Fiind prima mare corporaţie din lume, VOC putea combina eficienţa economică cu costuri

* Tehnic vorbind, eliminarea incertitudinii legate de dividendele viitoare a conferit acţiunilor un caracter de acţiuni preferenţiale sau chiar de obligaţiuni.

reduse ale tranzacţiilor şi prin ceea ce economiştii numesc efecte externe, rezultate din culegerea informaţiilor de la numeroşi angajaţi şi agenţi[33]. Ca şi în cazul Companiei Britanice a Indiilor de Est, cea mai importantă provocare cu care se confrunta VOC era problema principal-agent : adică tendinţa oamenilor lor din diferite zone de a face comerţ în propriul beneficiu, de a încheia tranzacţii de mântuială sau pur şi simplu de a frauda compania. Acestea erau totuşi contracarate parţial printr-un sistem neobişnuit de salarizare, ce lega remuneraţia de investiţii şi vânzări, acordând prioritate cifrei de afaceri mai degrabă decât profiturilor nete[34]. Afacerile erau înfloritoare. În anii 1620, 50 corăbii ale VOC se întorseseră din Asia încărcate cu mărfuri ; prin anii 1690, numărul acestora ajunsese la 156[35]. Între anii 1700 şi 1750 tonajul corăbiilor olandeze care ocoleau Capul Bunei Speranţe s-a dublat. Chiar şi in 1760 era cam de trei ori mai mare decât volumul transporturilor britanice[36].

Ascensiunea economică şi politică a VOC poate fi urmărită în funcţie de preţul acţiunilor. Bursa din Amsterdam era, bineînţeles, volatilă, pentru că investitorii reacţionau la zvonurile despre război, pace şi naufragii într-un mod descris foarte plastic de sefardul Joseph Penso de la Vega în cartea sa intitulată *Confuzia confuziilor* (1688). Dar pe termen lung trendul a fost evident ascendent mai bine de un secol după fondarea Companiei. Între 1602 şi 1733, acţiunile VOC au crescut de la paritate (100) la un nivel maxim de 786 – şi asta în ciuda faptului că între 1652 şi Revoluţia Glorioasă de la 1688 Compania a avut de înfruntat belicoasa concurenţă a britanicilor[37]. Datorită unei astfel de aprecieri susţinute a capitalului, combinată cu dividendele regulate şi cu stabilitatea preţurilor de consum*, unii dintre principalii acţionari, precum Dirck Bas, au devenit într-adevăr bogaţi. Încă din 1650, plăţile totale ale dividendelor erau de opt ori mai mari decât investiţiile iniţiale, ceea ce însemna o rată a rentabilităţii anuale de 27%[38]. Dar uluitor e că nu a existat niciodată nici o *bulă* a Companiei Olandeze a Indiilor de Est. Spre deosebire de viitoarea tulipomanie dintre 1636 şi 1637, creşterea cotaţiei VOC s-a produs treptat, pe parcursul a mai bine de un secol, şi, cu toate că trendul descendent a fost mai accelerat, a fost nevoie de peste 60 de ani pentru a coborî la 120 în decembrie 1794. Această ascensiune şi decădere au fost paralele cu ascensiunea şi decăderea Imperiului Olandez. Preţurile acţiunilor în alte firme de comerţ monopoliste, în aparenţă similare cu VOC, vor avea o evoluţie cu totul diferită, urcând şi prăbuşindu-se în doar câteva luni. Dar, pentru a înţelege de ce, trebuie să ne întoarcem la John Law.

Pentru renegatul scoţian, sistemul financiar olandez a fost o revelaţie. Law a fost fascinat de relaţiile dintre Compania Indiilor de Est, Banca de Schimburi şi bursă. Atras dintotdeauna de jocurile de noroc, Law a descoperit că acele *Beurs* din Amsterdam erau mai tentante decât orice cazinou. Se minuna de trucurile vânzătorilor pe descoperit, care răspândeau zvonuri negative în încercarea de a face să scadă preţurile acţiunilor VOC sau de specialişti în *windhandel*, ce făceau tranzacţii speculative cu acţiuni pe care nici măcar nu le aveau. Peste tot în jur erau inovaţii financiare. Chiar şi Law a lansat un plan ingenios pentru a le garanta jucătorilor la loteria naţională olandeză că nu trag lozuri necâştigătoare.

Dar Law şi-a dat seama că fiscalitatea olandeză are unele deficienţe. Mai întâi, i s-a părut anapoda să se limiteze numărul acţiunilor Companiei Indiilor de Est când piaţa era

* Un indicator al succesului Băncii din Amsterdam a fost că inflaţia măsurată prin preţurile de consum a scăzut de la 2% pe an între 1550 şi 1608, la 0,9% pe an între 1609 şi 1658 şi apoi la doar 0,1% pe an între 1659 şi 1779. Deci creşterea de opt ori a cotaţiei VOC este oarecum comparabilă cu performanţa ajustată cu inflaţia a burselor moderne.

atât de îndrăgostită de ele. Law a fost uimit şi de conservatorismul Băncii de Schimburi din Amsterdam. „Banii scripturali" ai acesteia s-au dovedit a avea succes, dar în mare parte luau forma unor coloane de cifre în registrele băncii. Banii nu existau fizic – erau doar nişte recipise emise negustorilor care depozitau monede la bancă. În mintea lui Law se năştea deja ideea ameţitoare să modifice aceste instituţii combinând proprietăţile unei firme de comerţ monopoliste cu o bancă publică emitentă de bancnote, aşa cum făcea Banca Angliei. Curând Law avu o dorinţă grozavă să testeze un sistem financiar cu totul nou pe o naţiune încrezătoare. Dar care?

Şi-a încercat mai întâi norocul la Genova, făcând tranzacţii cu valută şi titluri financiare străine. A mai stat un timp şi la Veneţia, făcând tranzacţii ziua şi jucând la cazinou noaptea. Asociindu-se cu contele de Islay, şi-a constituit şi un portofoliu substanţial la bursa din Londra. După cum sugerează această relaţie, Law avea relaţii. Numai că avea şi o reputaţie proastă din cauza apucăturilor sale. Lady Catherine Knowles, fata contelui de Banbury, trecea drept soţia sa şi era mama celor doi copii ai lui, deşi în fapt era căsătorită cu altcineva. În 1705 el a prezentat parlamentului scoţian ideea de creare a unei noi bănci, propunere publicată mai apoi sub titlul *Consideraţii asupra monedei şi comerţului*. În principiu, noua bancă urma să emită cambii purtătoare de dobândă care să înlocuiască monedele ca devize. A fost refuzat cu puţin înainte de Actul de Unire cu Anglia[39]. Dezamăgit de patria sa, Law a plecat la Torino şi, în 1711, a obţinut o audienţă la Victor Amedeu al II-lea, ducele de Savoia. În lucrarea sa nepublicată, „Piedmont Memorials", a reiterat ideea unor monede de hârtie. După părerea lui Law, numai încrederea putea fi baza creditului public; prin încredere, bancnotele aveau să funcţioneze la fel de bine ca şi monedele. Îi mărturisea unui prieten: „Am descoperit secretul pietrei filosofale, cum să faci aur din hârtie"[40]. Ducele a obiectat: „Nu sunt destul de bogat ca să mă ruinez singur".

Prima bulă

De ce tocmai în Franţa i s-a oferit lui Law şansa de a-şi încerca alchimia financiară? La urma urmei, francezii ştiau ce îi poate pielea: în 1708 marchizul de Torcy, ministrul de Finanţe al lui Ludovic al XIV-lea, afirmase că el este *joueur* profesionist şi, probabil, spion. Răspunsul este că problemele fiscale ale Franţei erau deosebit de grave. Împovărat de o enormă datorie publică ca urmare a războaielor lui Ludovic al XIV-lea, guvernul era în pragul celui de-al treilea faliment în mai puţin de un secol. S-a socotit necesară o revizuire (*Visa*) a datoriilor existente ale coroanei, ceea ce a dus la anularea şi reducerea multora dintre ele – de fapt o neplată parţială. Însă, chiar şi aşa, tot au trebuit emise 250 de milioane de noi cambii purtătoare de dobândă numite *billets d'Etat* pentru a finanţa deficitul din acel moment. Situaţia a devenit şi mai gravă din pricina unei încercări de a reduce cantitatea de monede de aur şi de argint, care a aruncat economia în recesiune[41]. Iar Law a pretins că el are o soluţie pentru toate aceste probleme.

În octombrie 1715 a fost supusă consiliului de coroană prima propunere a lui Law de creare a unei bănci publice emitente de bancnote, dar a fost respinsă din pricina opoziţiei ducelui de Noailles faţă de îndrăzneaţa sugestie a lui Law ca banca să funcţioneze şi în calitate de casier al coroanei, primind toate plăţile asociate impozitelor. Dar a doua propunere a sa de constituire a unei bănci complet private a avut mai mult succes. Banque Générale a fost creată sub conducerea lui Law în mai 1716. A fost autorizată să emită

efecte plătibile în specie (aur şi argint) pe 20 de ani. Capitalul acestei bănci s-a ridicat la 6.000.000 de livre (1.200 de acţiuni în valoare de 5.000 de livre fiecare), trei sferturi plătibile în acele *billets d'Etat* oarecum depreciate (aşa încât capitalul efectiv era de aproape 2.850.000 de livre)[42]. La prima vedere părea o întreprindere modestă, dar Law avea întotdeauna idei mărețe, pe care era hotărât să i le propună ducelui de Orléans, regent în timpul minoratului lui Ludovic al XV-lea. În 1717 a mai făcut un pas înainte în momentul în care s-a decretat ca bancnotele pe care le emite Banque Générale pot fi folosite la plata impozitelor, măsură care inițial a întâmpinat rezistenţă în unele locuri, dar, în cele din urmă, a fost impusă cu forța de guvern.

Ambiţia lui Law era să reînvie încrederea economică în Franța prin înfiinţarea unei bănci publice, după model olandez, dar cu diferența că această bancă avea să emită bani de hârtie. Pe măsură ce aveau să se investească bani în bancă, şi imensul debit al statului avea să fie consolidat. În acelaşi timp, banii de hârtie aveau să revitalizeze comerțul francez - şi, odată cu acesta, şi puterea economică a Franței. El i-a spus regentului: „Banca nu e singura şi cea mai măreață dintre ideile mele. Voi împlini ceva ce va uimi Europa prin schimbările pe care le va aduce în favoarea Franței - schimbări mai puternice decât acelea aduse de descoperirea Indiilor..."[43].

Law făcuse studii financiare în Olanda republicană, însă, chiar de la început, a intuit că Franța absolutistă era un mediu mai nimerit pentru ceea ce a devenit cunoscut drept sistemul lui Law. „Susţin", scria el, „că un prinţ cu autoritate absolută, ce ştie cum să cârmuiscă, poate să-şi extindă creditul şi mai mult şi să găsească banii de care are nevoie cu o dobândă mai mică decât un prinț a cărui autoritate e limitată". Aceasta e o teorie absolutistă în domeniul financiar, bazată pe afirmaţia că „în materie de credit, ca şi în război şi în domeniul autorităţilor legislative, puterea supremă trebuie să aparţină unei singure persoane"[44]. Secretul era să facă să funcţioneze creditul regal mai eficient decât în trecut, când coroana împrumutase bani supravieţuind de pe o zi pe alta pentru a-şi finanța războaiele. Conform strategiei lui Law, regele avea să-şi delege efectiv creditul „unei firme de comerţ, care va absorbi toate activităţile comerciale din regat pe rând, acestea fiind concentrate în una singură". După cum spunea el, întreaga naţiune „avea să devină un corp de negustori, care au în loc de bani gheață banca regală, care, prin urmare, va reuni tot negoţul, banii şi mărfurile"[45].

Ca şi în cazul Olandei, imperiul juca un rol-cheie în viziunea lui Law. În opinia sa, se făcea prea puţin pentru dezvoltarea posesiunilor franceze de peste mări. În consecinţă, a propus să se ocupe el de comerţul Franţei cu Louisiana, un teritoriu imens, dar complet nedezvoltat, care se întindea de la delta fluviului Mississippi peste Vestul Mijlociu, echivalentul a un sfert din actualul teritoriu al Statelor Unite. În 1717 noii „Companii a Occidentului" (Compagnie d'Occident) i s-a acordat monopolul comercial asupra Louisianei (ca şi controlul asupra afacerilor interne ale coloniei) pe 25 de ani. Capitalul său se ridica la 100 de milioane de livre, sumă fără precedent în Franța. Acţiunile companiei au fost fixate la 500 de livre fiecare, indiferent de rangul posesorului, ba chiar şi străinii erau încurajaţi să le cumpere (în rate) cu *billets d'Etat*, care ar fi fost retrase şi convertite în *rente* (obligaţiuni permanente) de 4%. Numele lui Law se afla în fruntea listei de directori.

La început, e adevărat, a apărut oarecare rezistenţă faţă de sistemul lui Law. Ducele de Saint-Simon observa pe bună dreptate:

Un stabiliment de acest gen e bun în sine, dar asta numai într-o republică sau într-o monarhie precum cea din Anglia, ale cărei finanțe sunt controlate doar de cei care le înzestrează cu fonduri - şi care le înzestrează doar atât cât doresc. Dar într-un stat care e slab, nestatornic şi absolutist, precum

Franța, în mod necesar nu este stabilitatea, căci regele... poate să desființeze banca, ispită care va fi foarte mare şi, totodată, foarte uşor de împlinit[46].

Ca pentru a verifica asta, la începutul anului 1718, parlamentul din Paris a lansat un atac furibund împotriva noului ministru de Finanțe, René D'Argenson (şi împotriva băncii lui Law) în urma devalorizării cu 40% a monedei ordonate de cel dintâi, care provocase, se plângea parlamentul, „un haos aşa de mare şi aşa de nedesluşit, că nu se putea afla nimic despre asta"[47]. O firmă concurentă, înființată de frații Paris, s-a dovedit a avea mai mult succes în atragerea investitorilor decât Compania Occidentului, înființată de Law. Dar, consecvent cu sistemul absolutist, regentul a impus cu tărie prerogativele coroanei, spre marea satisfacție a lui Law... şi spre beneficiul său. („Cât de mare este beneficiul puterii despotice", observa el, „la începuturile unei instituții care întâmpină atât de multă opoziție din partea unei națiuni care nu a ajuns să se obişnuiască cu ea!"[48]) Ba mai mult, începând de la sfârşitul anului 1718 guvernul a acordat Companiei Occidentului privilegii menite să crească atractivitatea acțiunilor sale. În august a obținut monopolul asupra tutunului. În decembrie a absorbit şi Compania Senegalului. Într-o altă încercare de a întări poziția lui Law, Banque Générale a primit binecuvântarea coroanei: în decembrie 1718 a devenit Banque Royale, în fapt prima bancă centrală franceză. Pentru a creşte atractivitatea biletelor sale de bancă, acestea puteau fi schimbate fie pe *écus de banque* (reprezentând cantități fixe de argint), sau mai comunele *livres tournois* (o monedă de cont al cărei raport cu aurul şi argintul putea varia). Totuşi, în iulie, aşa-numitul *écu* nu a mai fost emis, fiind, în cele din urmă, retras[49], pentru ca apoi un decret din aprilie 1719 să stipuleze că bancnotele nu trebuie să suporte „diminuările" periodice (de preț) care vor afecta argintul[50]. Începuse trecerea de la monede la banii de hârtie în Franța.

În acelaşi timp, Compania Occidentului continua să se extindă. În mai 1719, a absorbit Compania Indiilor de Est şi Compania Chinei, fundând Compania Franceză a Indiilor (Compagnie des Indes), supranumită Compania Mississippi. În iulie Law a primit, pentru 99 de ani, monopolul asupra emisiunii monetare regale. În august a reuşit să smulgă concesiunea otcupurilor pe impozitele indirecte din mâinile unui finanțist rival, căruia îi fusese acordat acest privilegiu cu un an înainte. În septembrie compania a împrumutat statului 1,2 miliarde de livre ca să stingă întreaga datorie a coroanei. O lună mai târziu, Law a primit şi colectarea („arendarea") impozitelor directe.

Law era mândru de sistemul său. Înainte, scria el, nu fusese decât „o metodă de încasări şi plăți". Acum, dimpotrivă, „ai o înlănțuire de idei care se susțin una pe cealaltă şi pun în evidență tot mai mult principiul din care acestea izvorăsc"[51]. În termeni moderni, ceea ce încerca să facă Law s-ar putea numi reflație. În 1716 economia franceză fusese în recesiune, iar expansiunea masei monetare realizată de Law cu ajutorul bancnotelor a constituit stimulentul atât de necesar[52]. În acelaşi timp, el încerca (nu nejustificat) să transforme o datorie publică prost administrată şi apăsătoare în capitalul unei enorme firme privatizate de încasare a impozitelor şi monopoliste[53]. Dacă avea succes, jena financiară a monarhiei franceze era eliminată.

Dar Law nu avea o idee clară unde să se oprească. Din contra, ca acționar majoritar a ceea ce era acum o mare corporație, avea un profund interes personal de a permite o expansiune monetară, pe care tocmai banca sa o putea genera, pentru a alimenta o bulă speculativă în domeniul prețurilor activelor de care el avea să profite cel mai mult. Era ca şi cum un singur om ar fi condus simultan cele mai importante cinci sute de corporații din Statele Unite, plus Trezoreria şi Sistemul Rezervelor Federale. Putea un astfel de individ să crească impozitele încasate de la agenți economic sau ratele dobânzilor cu riscul

de a reduce valoarea imensului său portofoliu de acţiuni? În plus, sistemul lui Law ar fi eşuat dacă nu crea o bulă. Achiziţionarea diferitelor companii şi a octupurilor era finanţată nu din rezultatele financiare ale companiei, ci pur şi simplu prin emiterea unor noi acţiuni. La 17 iunie 1719, Compania Mississippi a emis 50.000 de acţiuni la un preţ de 550 de livre fiecare (deşi fiecare acţiune avea o valoare nominală de 500 de livre, la fel ca şi acţiunile anterioarei Companii a Occidentului). Pentru a asigura succesul emisiunii, Law le-a semnat pe toate cu mâna lui, apucătură de cartofor care, a recunoscut şi el, l-a costat o noapte de nesomn. Şi, pentru a nu fi acuzat că doar el avea să profite dacă preţul acţiunilor creştea, a acordat acţionarilor Companiei Occidentului dreptul exclusiv de a cumpăra aceste noi acţiuni (care din acel moment au fost numite „fiice"; acţiunile de dinainte erau „mame")[54]. În iulie 1719 Law a emis o a treia tranşă de 50.000 de acţiuni („nepoatele") – acum la preţul de 1.000 de livre fiecare –, ca să strângă cele 50 de milioane de livre pe care trebuia să le plătească pentru monopolul emisiunii monetare regale. În mod logic, această diluare a acţionarilor existenţi ar fi trebuit să ducă la scăderea preţului acţiunilor individuale. Cum a putut Law să justifice o dublare a preţului de emisiune?


N.° 84 Compagnie des Indes.
DIVIDENDE D'UN DIXIÈME D'ACTION; SIX DERNIERS MOIS mil sept cent cinquante-six.

N.° 84 Compagnie des Indes.
DIVIDENDE D'UN DIXIÈME D'ACTION; SIX PREMIERS MOIS mil sept cent cinquante-sept.

N.° 84 Compagnie des Indes.
DIVIDENDE D'UN DIXIÈME D'ACTION; SIX DERNIERS MOIS mil sept cent cinquante-sept.

DIXIÈME D'ACTION de la Compagnie des Indes.
N.° 84
LE Porteur a intérêt dans la Compagnie des Indes, pour UN DIXIÈME D'ACTION. A Paris, le 2 Janvier 1755.

Signé pour la COMPAGNIE DES INDES, en vertu de la Délibération du 3 Juillet 1714.

Quatrevingtquatre

Obiectul speculaţiei: o acţiune de unu la zece emisă de Compagnie des Indes (numită şi Compania Mississippi)

Din câte se pare, „schimbarea" care justifica preţurile mai ridicate ale acţiunilor era promisiunea unor profituri viitoare din Louisiana. Pentru asta a făcut Law atâtea eforturi de a prezenta colonia drept o Grădină a Raiului, locuită de sălbatici prietenoşi, dornici să reverse spre Franţa un corn al abundenţei plin de mărfuri exotice. Pentru a coordona acest negoţ, la gurile fluviului Mississippi a fost întemeiat un nou oraş: New Orleans, botezat astfel pentru a-l măguli pe regentul mereu sensibil la linguşeli. Iar aceste viziuni,

după cum știm, nu erau chiar fără fundament, dar realizarea lor erau departe în viitor. Bineînțeles că vreo câteva mii de nemți săraci, din Renania, Elveția și Alsacia, au fost recrutați pe post de coloniști. Dar, când au ajuns în Louisiana, bieții imigranți au găsit o mlaștină inăbușitoare, plină de insecte. În numai un an, 80% dintre ei au murit de foame sau de boli tropicale, cum ar fi febra galbenă*.

Apoi, in scurt timp, s-a văzut că era nevoie și de o altfel de schimbare pentru a justifica dividendele de 40% pe care le plătea acum Law. Și această schimbare a însemnat banii de hârtie. Începând din vara anului 1719, investitorii care doreau să cumpere „fiice" și „nepoate" erau ajutați cu generozitate de Banque Royale, care le permitea acționarilor să împrumute bani, folosindu-se de acțiunile lor ca garanții ; iar apoi banii îi puteau investi în alte acțiuni. Cum e ușor de ghicit, prețul acțiunilor a urcat consistent. „Mamele" originale ajunseseră la 1 august la 2.750 de livre, la 4.100 pe 30 august și la 5.000 de livre pe 4 septembrie. Asta l-a îmboldit pe Law să mai emită 100.000 de acțiuni la noul preț de pe piață. Au mai urmat două emisiuni de câte 100.000 de acțiuni pe 28 septembrie și 2 octombrie, apoi un pachet mai mic de doar 24.000 de acțiuni două zile mai târziu. În toamna anului 1719 prețul acțiunilor a trecut de 9.000 de livre, atingând un nou maximum (10.025 de livre) pe 2 decembrie. Piața neoficială a contractelor la termen a consemnat vânzarea lor la 12.500 de livre cu scadență în martie 1720. Atmosfera generală a trecut rapid de la euforie la manie[55].

Puțini au mirosit că era ceva necurat la mijloc. „Chiar ați înnebunit cu toții la Paris ?", îi scria Voltaire lui M. de Génonville în 1719. „E un haos pe care nu-l mai înțeleg..."[56] Bancherul și economistul irlandez Richard Cantillon era atât de sigur că sistemul lui Law va face implozie, încât a vândut tot și a părăsit Parisul la începutul lui august 1719[57]. Daniel Defoe, de la Londra, s-a arătat disprețuitor : francezii nu făcuseră decât „să-și dea aere". Cariera lui Law, spunea el în batjocură, ilustrează noua strategie pentru a avea succes în viață :

> Nu trebuie decât să scoți sabia, să ucizi vreun amorez, să ajungi la [închisoarea] Newgate, să fii condamnat la spânzurătoare, să scapi din închisoare dacă ești în stare – *apropo, să nu uiți asta* –, să cauți adăpost in vreo țară străină, să te preschimbi în agiotar, să încropești niște acțiuni Mississippi, să zăpăcești o națiune întreagă și vei deveni curând un mare om ; asta numai dacă ai un noroc chior...[58]

Dar un număr destul de substanțial de parizieni avuți au fost seduși de Law. Plin de bani pe care îi făcuse singur, el s-a oferit să plătească pensii retroactive, ba chiar să plătească pensii în avans – o cale sigură de o obține sprijinul celor din clasele privilegiate. În septembrie 1719, sute de oameni se îmbulzeau în rue Quincampoix, o stradă îngustă, situată între rue St-Martin și rue St-Denis, unde își avea Compania sediul. Un funcționar al Ambasadei Marii Britanii o descria ca fiind „aglomerată de la primele ore ale dimineții până târziu in noapte, ticsită de prinți și prințese, duci, baroni și ducese etc. – într-un cuvânt, tot ce înseamnă oameni importanți în Franța. Își vând proprietăți și își pun zălog bijuterii ca să cumpere acțiuni Mississippi"[59]. Lady Mary Wortley Montagu, care a vizitat Parisul în 1719, a fost „încântată... să văd un englez (sau, în fine, un britanic) la mare cinste în Paris, mă refer la domnul Law, care-i tratează de foarte de sus pe duci și baroni

---

* Urme ale supraviețuitorilor pot fi văzute și astăzi în parohiile St. Charles, St. James și St. John the Baptist din Acadiana Louisianei.

şi, la rândul lui, e tratat cu mare supuşenie şi respect – sărmanii de ei!"[60]. În aceste vremuri năvalnice a fost inventat cuvântul *millionaire*. (Ca şi antreprenorii, milionarii au fost inventaţi în Franţa.)

Nu e de mirare că John Law a fost văzut şi la slujbă pentru prima dată pe 10 decembrie, după ce s-a convertit la catolicism pentru a fi eligibil într-o funcţie publică. Şi avea motive să-i mulţumească Creatorului. Triumful său a fost absolut o lună mai târziu, când a fost numit controlor general al finanţelor. Acum era responsabil de:

- încasarea tuturor impozitelor indirecte ale Franţei;
- întreaga datorie publică a Franţei;
- cele 26 de monetării ale Franţei care băteau monedele de aur şi de argint ale ţării;
- colonia Louisiana;
- Compania Mississippi, care deţinea monopolul pe importul şi vânzarea tutunului;
- comerţul francez de blănuri cu Canada;
- întregul comerţ al Franţei cu Africa, Asia şi Indiile de Est.

În plus, pe numele său, mai deţinea:

- Hôtel de Nevers din rue de Richelieu (acum Bibliothèque nationale);
- Palatul Mazarin, unde îşi avea compania birourile;
- mai bine de o treime din clădirile din Place Vendôme (pe vremea aceea Place Louis-le-Grand);
- peste 12 moşii;
- mai multe plantaţii în Louisiana;
- acţiuni la Compania Mississippi în valoare de 100 de milioane de livre[61].



Sfârşitul spectacolului din rue Quincampoix, 1719, din *Marea scenă a nebuniei*, publicată la Amsterdam un an mai târziu

Ludovic al XIV-lea al Franţei spusese : *L'Etat c'est moi* : „Statul sunt eu". John Law putea pe bună dreptate să spună : *L'économie c'est moi* : „Economia sunt eu".

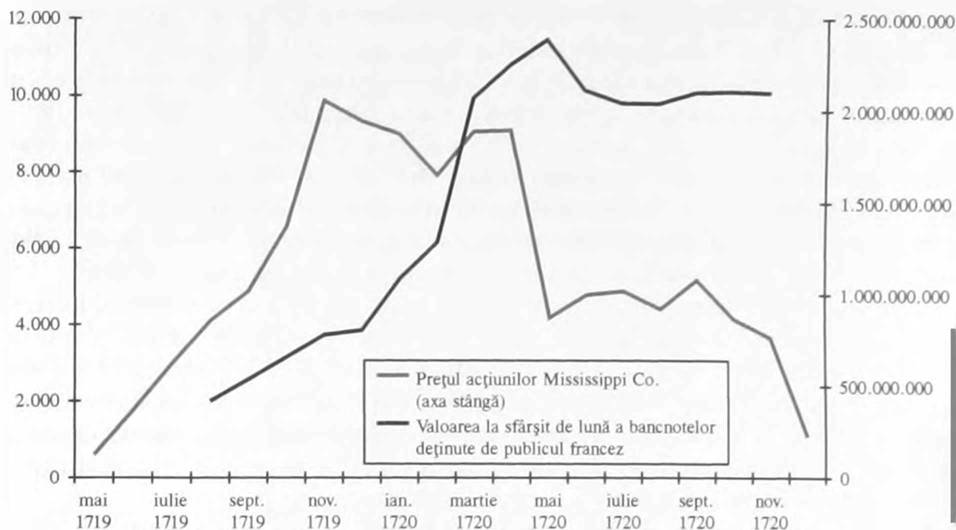
Dar, de fapt, John Law prefera rugăciunii pariurile. În martie 1719, de exemplu, făcuse un pariu pe 1.000 de ludovici de aur noi cu ducele de Bourbon că în acea iarnă şi în primăvară nu va fi gheaţă. (A pierdut.) În altă împrejurare a pariat 10.000 la 1 că un prieten nu va fi în stare să totalizeze un anumit număr aruncând o singură dată şase zaruri. (Probabil că a pierdut şi atunci, pentru că există doar 31 de rezultate posibile ; şansa de a obţine 21 este de circa 1 la 10.) Dar cel mai mare pariu a fost cel făcut cu propriul sistem. Un diplomat britanic informa stânjenit în august 1719 că „placa zilnică" a lui Law era că el va „duce Franţa pe culmi mai înalte decât a atins vreodată şi îi va da puterea să dea legi pentru toată Europa ; că el poate să distrugă comerţul şi creditul Angliei şi Olandei când are chef ; că va putea să zdrobească Banca Angliei când pofteşte ; şi la fel şi Compania noastră a Indiilor de Est"[62]. Pe acest principiu, Law a făcut un pariu cu Thomas Pitt, conte de Londonderry (unchiul prim-ministrului William Pitt) că preţul acţiunilor britanice va scădea în anul următor. A vândut fără acoperire acţiuni la Compania Indiilor de Est în valoare de 100.000 de lire sterline la un preţ de 180.000 de lire (adică la un preţ de 180 de lire pe acţiune sau cu 80% mai mare decât valoarea nominală), urmând să fie acoperite la 25 august 1720[63]. (La sfârşitul lui august 1719 preţul acţiunilor era de 194 de lire sterline, indicând faptul că Law spera ca preţul să scadă cu 14 lire.)

Şi totuşi, escrocheria pe care se întemeia încrederea lui Law nu putea dura la nesfârşit. Chiar înainte de a fi numit controlor general, au început să apară semnele fazei a patra dintre cele cinci ale ciclului unei bule - stresul. În decembrie 1719, când preţul acţiunilor Mississippi a început să scadă, coborând la 7.930 de livre, Law a apelat la primul dintr-o serie de tertipuri pentru a-l stabiliza, deschizând un birou la Banque Royale care garanta să cumpere (şi să vândă) acţiunile la un preţ minim de 9.000 de livre. Ca pentru a simplifica procedurile, la 22 februarie Compania a anunţat că preia Banque Royale. Law a creat şi contracte options (*primes*) care costau 1.000 de livre în baza cărora cumpărătorul avea dreptul de a cumpăra o acţiune la 10.000 de livre în următoarele şase luni (adică un preţ efectiv de 11.000 de livre - cu 900 de livre peste preţul maxim real de 10.100 atins pe 8 ianuarie). Aceste măsuri au fost suficiente pentru a menţine preţul acţiunilor la peste 9.000 de livre până la mijlocul lunii ianuarie (deşi, din cauza efectului preţului oferit, contractele options nu aveau să mai valoreze doi bani ; generos, Law le-a permis deţinătorilor să le transforme în acţiuni la cursul de zece *primes* pe acţiune).

Totuşi, inflaţia creştea într-un ritm alarmant în afara bursei. În momentul de vârf din septembrie 1720, preţurile la Paris erau în general de două ori mai mari decât cu doi ani mai înainte, cea mai mare creştere înregistrându-se în ultimele 11 luni. Aceasta reflecta creşterea extraordinară a circulaţiei fiduciare cauzate de Law. În doar un an şi ceva crescuse de mai bine de două ori volumul bancnotelor. În mai 1720 întreaga masă monetară (bancnote şi acţiuni deţinute de populaţie, deoarece ultimele puteau fi transformate oricând în bani) era cam de patru ori mai mare în livre decât monedele de aur şi de argint pe care le folosise înainte Franţa[64]. Nu e de mirare că unii au început să anticipeze o depreciere a bancnotelor şi să revină la plata în aur şi argint. Fiind un absolutist în gândire, reacţia iniţială a lui Law a fost să facă uz de forţă. Bancnotele au fost declarate monedă legală. Exportarea aurului şi argintului a fost interzisă, ca şi producerea şi vânzarea obiectelor din aur şi argint. Prin hotărârea din 27 februarie 1720 a devenit ilegal ca un cetăţean să deţină mai mult de 500 de livre în monedă metalică. Autorităţile au fost împuternicite să

impună această măsură făcând percheziţii prin casele oamenilor. Voltaire l-a numit „cel mai nedrept edict emis vreodată" şi „ultima limită a absurdităţii tiranice"[65].

Bula Mississippi : valoarea bancnotelor şi a acţiunilor (în livre)



În acelaşi timp, Law tot ajusta obsesiv cursul de schimb al bancnotelor în raport cu aurul şi argintul, modificând preţul oficial al aurului de 28 de ori şi preţul argintului de nu mai puţin de 35 de ori între septembrie 1719 şi decembrie 1720 – toate acestea în efortul de a face bancnotele mai atractive decât monedele pentru populaţie. Dar valul de reglementări uneori contradictorii nu a făcut decât să-i zăpăcească pe oameni şi să ilustreze înclinaţia unui regim absolutist de a face ca regulile economiei să-i fie convenabile. „Printr-o nouă şi secretă magie", îşi amintea un observator mai târziu, „cuvintele se împerecheau şi deveneau edicte pe care nu le înţelegea nimeni, iar în aer pluteau idei obscure şi himere"[66]. Azi aurul şi argintul puteau fi exportate fără restricţii, mâine nu se mai putea. Azi se tipăreau bancnote la viteza maximă la care puteau lucra tiparniţele ; mâine Law voia să limiteze furnizarea de bancnote la 1,2 milioane de livre. Azi exista un preţ oferit de 9.000 de livre pentru acţiunile Mississippi, mâine nu mai exista. La 22 februarie, când acest nivel minim a fost eliminat, cum era de aşteptat, acţiunile s-au prăbuşit. Pe 5 martie, evident, la presiunile regentului, Law a făcut o întoarcere de 180 de grade, reintroducând nivelul minim de 9.000 de livre, şi a deschis şi un birou pentru a le cumpăra la acest preţ. Dar asta însemna că, din nou, se elimina limitarea masei monetare – în ciuda afirmaţiei din acelaşi decret că „bancnota reprezintă bani a căror valoare nu poate fi modificată" şi în ciuda angajamentului anterior de limitare la 1,2 milioane de livre[67]. În acest moment investitorii mai isteţi erau mai mult decât fericiţi să obţină 9.000 de livre bani gheaţă pentru fiecare dintre acţiunile pe care le aveau. Între februarie şi mai 1720 a avut loc o creştere cu 94% a bancnotelor deţinute de populaţie. În acelaşi timp acţiunile deţinute de aceştia au scăzut la o treime din totalul acţiunilor emise. Părea inevitabil că, în scurt timp, toate acţiunile vor ajunge în posesia Companiei, stârnind un nou val de bancnote şi o creştere a inflaţiei.

Pe 21 mai, într-o încercare disperată de a preîntâmpina colapsul, Law l-a convins pe regent să emită un decret deflaţionist, reducând preţul oficial al acţiunilor Companiei în

etape lunare de la 9.000 de livre la 5.000 de livre, în acelaşi timp înjumătăţind şi numărul bancnotelor în circulaţie. De asemenea, el a devalorizat şi bancnotele, revocând ordinul precedent care garanta că nu se va întâmpla acest lucru. Şi atunci s-au văzut deodată şi care sunt limitele absolutismului regal, fundamentul sistemului lui Law. Proteste publice violente au silit guvernul să revoce aceste măsuri la numai şase zile după emiterea lor, dar din acel moment increderea în sistem s-a alterat irevocabil. După o perioadă iniţială de acalmie, preţul acţiunilor a căzut de la 9.005 livre (16 mai) la 4.200 de livre (31 mai). O mulţimea furioasă s-a strâns în faţa băncii, care nu făcea faţă cererii de bancnote. S-a aruncat cu pietre, s-au spart geamuri. „Cel mai mult a pierdut", scria un observator britanic de la vremea aceea, „populaţia acestei ţări ; au fost afectaţi toţi, indiferent de rang şi de condiţie socială. Nu se poate spune în cuvinte cât de mari şi de generalizate au fost consternarea şi disperarea care i-a cuprins în aceste împrejurări ; cei de viţă nobilă şi toţi oamenii de seamă s-au pronunţat foarte vehement împotriva acestei situaţii"[68]. Law a fost înfierat de toată lumea în cadrul unei şedinţe extraordinare a parlamentului. Regentul a bătut în retragere, revocând decretul din 21 mai. Law şi-a înaintat demisia, dar a fost dat afară din funcţie pe 29 mai. A fost pus sub arest la domiciliu ; duşmanii lui doreau să-l vadă închis la Bastilia. Pentru a doua oară în viaţă, pe Law îl păştea închisoarea şi probabil chiar şi moartea. (O comisie de anchetă a descoperit foarte repede dovezi că emisiunile de bancnote efectuate de Law au depăşit limitele autorizate, aşa încât existau motive pentru a fi pus sub acuzare.) Banque Royale şi-a închis porţile.

John Law se pricepea la evadări, ca şi la escrocherii. Foarte repede a devenit clar că nimeni în afară de el nu era în stare să evite un colaps definitiv al sistemului financiar – care, la urma urmelor, era chiar sistemul său. Rechemarea sa la putere (pe o funcţie inferioară, de intendent general al comerţului) a determinat o revigorare a bursei, acţiunile Companiei Mississippi crescând din nou la 6.350 de livre în 6 iunie. Dar nu era decât o revigorare temporară. Pe 10 octombrie guvernul a fost silit să reintroducă folosirea aurului şi argintului în tranzacţiile interne. Acţiunea Mississippi a început din nou să scadă la scurt timp după aceea, ajungând la 2.000 de livre în septembrie şi la 1.000 de livre în decembrie. Panica generală stătea să izbucnească. În acest moment, condamnat de oameni şi batjocorit de presă, Law a fugit în cele din urmă din ţară. Înainte de a pleca, a avut loc „o emoţionantă despărţire" de ducele de Orléans : „Sire", a spus Law, „recunosc că am făcut o mare greşeală. Dar am făcut-o pentru că sunt şi eu om şi toţi oamenii pot greşi. Dar declar că nici una dintre acţiunile mele nu s-a născut din răutate sau din necinste şi nu se va descoperi nimic de acest fel în toată purtarea mea"[69]. Cu toate acestea, soţia şi fiica lui nu au primit permisiunea de a părăsi Franţa atât timp cât el se afla sub anchetă.

De parcă ar fi fost înţepată cu vârful unei spade, bula Mississippi s-a spart şi şuieratul aerului care ieşea din ea s-a făcut auzit în toată Europa. Un investitor olandez a fost atât de încântat de treaba asta, că a comandat special în China o serie de gravuri satirice. Pe una dintre ele se poate citi : „Dumnezeule, toate acţiunile mele nu mai au valoare ! ". O alta e chiar mai directă : „Acţiuni de rahat şi vânturi comerciale". Din punctul de vedere al investitorilor din Amsterdam, compania lui Law tranzacţionase ceva la fel de nesubstanţial ca vântul, spre deosebire de Compania Olandeză a Indiilor de Est, care furniza efectiv mărfuri sub forma mirodeniilor şi textilelor. După cum arăta o caricatură satirică apărută într-o foaie olandeză :

Aici e minunatul Mississippi,
Ajuns faimos prin tranzacţiile cu acţiunile sale,
Care prin înşelăciune şi purtare necinstită

1. Pagină din *Liber Abaci* (*Cartea calculelor*) a lui Fibonacci, publicată în 1202, în care folosește numerele și matematicile indiene și arabe la probleme financiare precum calculul dobânzii



2. (sus) *Adorația magilor* de Botticelli: nașterea bancherului respectabil, cu membri ai familiei Medici în posturi biblice

3. (stânga) Nathan Mayer Rothschild: „Bonaparte financiar” și maestrul pieței obligațiunilor de la începutul secolului al XIX-lea

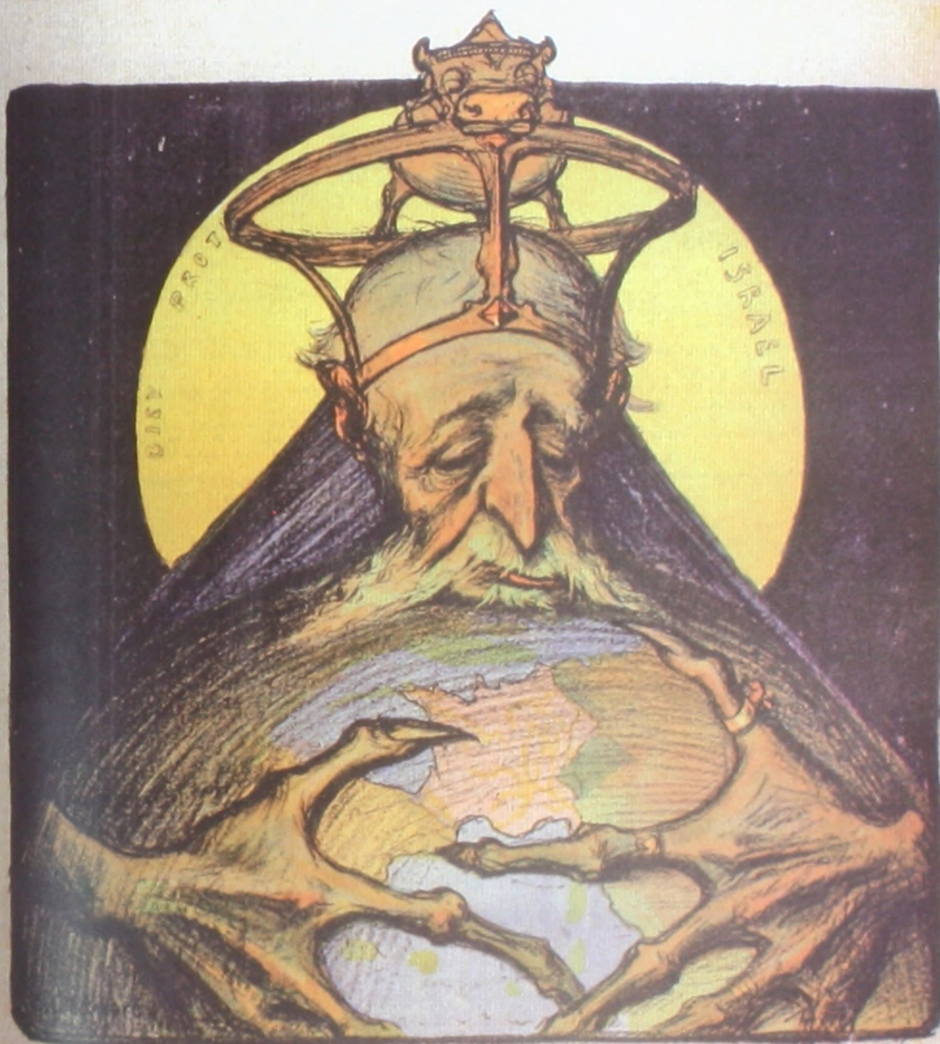
N° 180 4° année 10 Avril 1898 — 15 centimes

Le Rire

JOURNAL HUMORISTIQUE PARAISSANT LE SAMEDI

16, rue Saint-Joseph, 16 PARIS

LE GOTHA DU « RIRE » — N° IX — ROTHSCHILD



4. „Rothschild" : caricatură antisemită din revista satirică franceză *Le Rire*, 1898



5. *Forța Războiului* Civil : vase de luptă unioniste în acțiune pe Mississippi în bătălia de la Vicksburg

6. Un imperiu de puncte comerciale : Imperiul Olandez, ilustrat într-o hartă de început a Companiei Indiilor de Est



7. Emanuel de Witte, *Beurs van Amsterdam* (*Bursa din Amsterdam*), 1653: prima bursă adevărată, unde acțiunile Companiei Indiilor de Est puteau fi vândute și cumpărate



8. Portretul lui John Law, ucigaş condamnat, teoretician monetar şi artizan al primei mari bule bursiere

9. Hartă a Louisianei, tărâmul belşugului din care trebuia să obţină bani Compania Mississippi



10. Imagine a Louisianei pentru consumul investitorilor Companiei Mississippi





11. Două farfurii olandeze inspirate de Crahul Mississippi : pe cea dintâi scrie : „Pe Dumnezeu, toate acţiunile mele nu mai au valoare ! ” ; pe a doua : „acţiuni de rahat şi pale de vânt”

A făcut praf averi fără număr
Şi, oricum socotesc oamenii că-s acţiunile,
Sunt doar vânt şi fum, nimic mai mult.

Au apărut o serie de gravuri alegorice umoristice publicate sub titlul *Marea scenă a nebuniei*, care înfăţişau: agenţi de bursă înghiţind aur şi defecând acţiuni Mississippi; investitori cu minţile rătăcite alergând năuci prin rue Quincampoix, înainte de a fi adunaţi şi băgaţi la azilul de nebuni; ba chiar şi pe Law, trecând voios pe lângă nişte castele de aer, într-o caleaşcă trasă de doi cocoşi galici amărâţi[70].



Nebunia investitorilor care au cumpărat acţiuni Mississippi: gravură din *Marea scenă a nebuniei* (1720)

Dar nici Law nu a scăpat nevătămat din punct de vedere financiar. A părăsit Franţa lefter în urma pariului făcut cu Londonderry că acţiunile engleze ale Companiei Indiilor de Est vor scădea la 180 de lire sterline bucata. În aprilie 1720 preţul crescuse la 235 de lire şi a continuat să urce pe măsură ce investitorii abandonau bursa din Paris, orientându-se spre ceea ce părea a fi o piaţă mai sigură la Londra (pe atunci şi aceasta afectată de mai puţin spectaculoasa bulă a Mărilor Sudului). În iunie, preţul ajunsese la 420 de lire sterline, mai coborând puţin până la 345 de lire în august, tocmai când se încheia pariul lui Law. Bancherul londonez al lui Law, George Middleton, sa ruinat şi el în încercarea de a onora obligaţiile clientului său. Dar Franţa nu a avut doar pierderi financiare. Bula lui Law şi explozia acesteia au împiedicat în mod fatal dezvoltarea financiară a Franţei, iar timp de generaţii aici nu s-au mai văzut nici bani de hârtie şi nici burse. Criza financiară a monarhiei franceze a rămas nerezolvată, iar în restul domniei lui Ludovic al XV-lea şi a succesorului său Ludovic al XVI-lea coroana a supravieţuit de azi pe mâine, târându-se de la o reformă eşuată la alta, până când falimentul regalităţii a impulsionat revoluţia.

Magnitudinea catastrofei a fost, poate, cel mai bine surprinsă de Bernard Picart în gravura sa *Monument închinat prosperităţii* (1721). În partea stângă, nişte investitori olandezi fără nici un sfanţ se îndreaptă amărâţi spre bolniţă, balamuc şi azil. Dar scena pariziană din dreapta e şi mai apocaliptică. Zeiţa Fortuna, despuiată, toarnă contracte options şi acţiuni Mississippi peste o mulţime ce năvăleşte din rue Quincampoix, în vreme ce un car uriaş tras de indieni zdrobeşte un contabil sub o roată a norocului imensă, iar în fundal se vede cum se încaieră doi oameni[71].



Bernard Picart, *Monument închinat posterităţii* (1721)

Într-un total contrast, în Marea Britanie, bula Mărilor Sudului, care s-a produs în acelaşi timp, nu a avut aceeaşi amploare şi a ruinat mai puţini oameni – nu în ultimul rând deoarece Compania Mărilor Sudului nu a obţinut niciodată controlul asupra Băncii Angliei aşa cum a controlat Law Banque Royale. În esenţă, sistemul corespondentului său englez, John Blunt, era menit să convertească diferite forme de datorie publică, creată în mare parte pentru a finanţa Războiul pentru Succesiunea la Tronul Spaniei, în capital al unei companii care fusese fondată pentru a monopoliza comerţul cu Imperiul Spaniol în America de Sud. După ce au fost de acord cu preţuri de conversie pentru anuităţi şi alte instrumente de îndatorare, directorii de la Compania Mărilor Sudului se aflau în situaţia de a obţine profit dacă îi puteau convinge pe deţinătorii unor rente de stat să accepte acţiuni ale Companiei la un preţ de piaţă ridicat, pentru că aceasta le-ar fi oferit directorilor un surplus de acţiuni pe care să le vândă populaţiei[72]. Şi în această privinţă au reuşit, folosind aceleaşi artificii ca şi Law la Paris. Populaţiei i-au fost oferite acţiuni în patru tranşe, la un preţ care a crescut de la 300 de lire sterline bucata în aprilie 1720 la 1.000 de lire în iunie. Se accepta şi plata în rate. Se ofereau împrumuturi contra acţiuni. Şi s-au plătit dividende generoase. Bineînţeles că euforia a făcut loc maniei ; după cum spunea

poetul Alexander Pope: era „ruşinos (în această Epocă a Speranţei şi a Munţilor de Aur) să nu Rişti"[73].

Dar, spre deosebire de Law, Blunt şi asociaţii săi au trebuit să facă faţă concurenţei Băncii Angliei, ceea ce a îmbunătăţit condiţiile pe care le ofereau rentierilor. Şi tot spre deosebire de Law, aceştia au trebuit să facă faţă opoziţiei politice a liberalilor din parlament, ceea ce a crescut mite care trebuiau plătite acestora pentru a susţine o lege favorabilă (numai secretarul Trezoreriei a obţinut 249.000 de lire sterline din opţiunile sale pe acţiuni). Din nou spre deosebire de Law, Blunt şi asociaţii săi nu au reuşit să-şi asigure o poziţie de monopol pe piaţa valorilor mobiliare şi pe piaţa creditelor. Ba dimpotrivă, în 1720 au apărut atât de multe companii noi – 190 în total – care căutau să obţină capital, încât directorii de la Compania Mărilor Sudului au fost nevoiţi să apeleze la aliaţii lor din parlament pentru a se emite legea care avea să fie cunoscută sub numele Legea bulelor, menită să limiteze posibilitatea noilor companii de a lansa acţiuni*. În acelaşi timp, când cererea de lichidităţi produsă de a treia subscriere iniţiată de Compania Mărilor Sudului a depăşit resursele pieţei monetare, directorii nu au mai putut în nici un fel să aducă un aport suplimentar de lichidităţi; şi banca Companiei Mărilor Sudului, Sword Blade Company, a dat faliment la 24 septembrie. (Spre deosebire de Banca Angliei şi de Banque Royale, bancnotele sale nu erau moneda legală.) Mania din mai şi iunie a fost urmată, după un interval de stres (când iniţiaţii şi speculatorii străini şi-au încasat profiturile), de panică în august. Nefericitul şi acum scăpătatul Swift se plângea: „Mulţi nu au crezut că nenorocirea va veni şi nimeni nu s-a pregătit pentru una ca asta. Nimeni nu s-a gândit că va veni ca un hoţ noaptea, aşa cum se întâmplă să vină moartea"[74].

Dar nenorocirile provocate de spargerea bulei au fost mult mai puţin grave decât pe malul celălalt al Canalului Mânecii. De la paritate până la valoarea cea mai mare, preţurile au crescut de 9,5 ori în cazul acţiunilor Companiei Mărilor Sudului, în comparaţie cu cele de la Mississippi, care au crescut de 19,6 ori. Alte acţiuni (ale Băncii Angliei şi ale Companiei Indiilor de Est) au crescut mult mai puţin. Atunci când, la Londra, cotaţiile au coborât din nou, nu au afectat pe termen lung sistemul financiar, cu excepţia restricţiilor privind înfiinţarea pe viitor a societăţilor pe acţiuni, impuse prin Legea bulelor. Compania Mărilor Sudului nu a dispărut; conversia datoriei publice nu a fost anulată; investitorii străini nu au întors spatele titlurilor de valoare englezeşti[75]. Pe când întreaga Franţa a fost afectată de criza inflaţionistă declanşată de Law, în provincii Anglia pare să nu fi fost atinsă foarte tare de prăbuşirea Companiei Mărilor Sudului[76]. În povestea celor două bule, Franţa a avut cel mai mult de suferit.

Taurii şi urşii

Pe 16 octombrie 1929, Irving Fisher, profesor de economie la Yale University, declara că cotaţiile bursei americane „au atins ceea ce pare a fi un platou înalt permanent"[77]. Opt zile mai târziu, în „Joia Neagră", indicele Dow Jones a scăzut cu 2%. Acesta e momentul când se spune că a început crahul de pe Wall Street, deşi în fapt piaţa începuse să scadă de pe 23 octombrie. În „Lunea Neagră" (28 octombrie) aceasta a scăzut cu 13%, a doua

---

* Legea bulelor stabilea că este ilegală înfiinţarea unor noi companii fără aprobarea autorităţilor desemnate şi împiedica, de asemenea, companiile să efectueze activităţi nespecificate în statutele lor.

zi cu încă 12%. În următorii trei ani bursa americană a scăzut cu un zdrobitor 89%, atingând nadirul în iulie 1932. Indicele nu a mai atins vârful din 1929 până în noiembrie 1954. Dar, mai rău, această deflaţie a preţurilor activelor a coincis cu cea mai gravă criză economică din istorie – dacă nu cumva chiar a cauzat-o. În Statele Unite, producţia a scăzut cu o treime. Şomajul a afectat un sfert din forţa de muncă civilă, ba chiar aproape o treime dacă folosim definiţia modernă a acesteia. Era o catastrofă mondială în care preţurile şi producţia au scăzut în aproape toate economiile lumii, deşi numai în Germania recesiunea economică a fost la fel de gravă precum cea din Statele Unite. Comerţul mondial s-a contractat cu două treimi în efortul inutil al ţărilor de a se ascunde în spatele barierelor tarifare şi al cotelor de import. Sistemul financiar internaţional a fost distrus, prăbuşindu-se într-un haos de neplăţi, control asupra capitalului şi depreciere monetară. Numai Uniunea Sovietică, având propriul sistem autarhic, planificat, nu a fost afectată de criză. De ce s-a întâmplat una ca asta?

Unele dezastre financiare au cauze evidente. Fără îndoială, o prăbuşire mult mai severă a bursei a avut loc la sfârşitul lui iulie 1914, când izbucnirea Primului Război Mondial a provocat un dezastru atât de amplu, încât principalele burse din lume – inclusiv cea din New York – pur şi simplu şi-au închis porţile. Şi închise au rămas din august până la sfârşitul anului 1914[78]. Dar asta era urmarea unui război mondial care a lovit pieţele financiare ca un trăsnet din senin[79]. Însă e mult mai greu de explicat crahul din octombrie 1929. Pe prima pagină a ziarelor din New York, cu o zi înainte de Joia Neagră, principalele articole vorbeau de căderea premierului Franţei, Aristide Briand, şi de votul din Senatul american privind taxele pe produsele chimice importate. Istoricii adesea socotesc drept cauze ale declanşării Marii Depresiuni neplata de către Germania a despăgubirilor după Primul Război Mondial şi creşterea protecţionismului în Statele Unite. Dar pe prima pagină a ziarelor erau şi cel puţin patru articole despre furtunile îngrozitoare care loviseră coasta de est cu o zi înainte[80]. Probabil că istoricii ar trebui să dea vina pe vremea proastă pentru crahul de pe Wall Street. (Ideea s-ar putea să nu fie chiar exagerată. Mulţi veterani ai City-ului londonez încă îşi amintesc de Lunea Neagră – 19 octombrie 1987 –, ce a urmat unor vânturi care au avut forţa unor uragane şi care au măturat coastele sud-estice ale Angliei în vinerea de dinainte.)

Contemporanii au simţit că această criză avea şi o dimensiune psihologică. În discursul său inaugural, preşedintele Franklin Roosevelt susţinea că americanii trebuie să se teamă de „teama însăşi". John Maynard Keynes vorbea despre „un eşec al mecanismelor imateriale ale minţii". Dar amândoi susţineau şi că această criză era cauzată în parte şi de o proastă administrare financiară. Roosevelt a lansat un atac împotriva „zarafilor fără scrupule" de pe Wall Street; în *Teoria generală*, Keynes spunea că bursa seamănă cu un cazinou.

Într-o oarecare măsură, se poate spune că Marea Depresiune îşi avea rădăcinile în dislocările economice globale care avuseseră loc după precedenta criză din 1914. În timpul Primului Război Mondial, producţia industrială şi cea agricolă din ţările neeuropene crescuse. Când producţia europeană şi-a reintrat în matcă, după reinstaurarea păcii, a apărut o capacitate excesivă cronică de producţie, care determinase o scădere a preţurilor la produsele primare cu mult înainte de 1929. Din această pricină, ţărilor cu mari datorii de război externe (inclusiv Germaniei, împovărată cu obligaţia de a plăti despăgubiri) le-a fost mai greu să facă rost de valuta forte de care aveau nevoie pentru a face plata dobânzilor către creditorii lor străini. Războiul crescuse, de asemenea, şi puterea sindicatelor în cele mai multe dintre ţările combatante, angajatorilor fiindu-le mai greu să reducă salariile ca reacţie la scăderile preţurilor. Cum marjele de profit s-au micşorat prin

creşterea salariului real, unele firme au fost silite să facă disponibilizări, altfel riscau să dea faliment. Totuşi, e adevărat că Statele Unite, care au fost epicentrul crizei, erau, din multe puncte de vedere, într-o situaţie economică bună atunci când a lovit Depresiunea. Nu dusese lipsă de inovaţii tehnologice care să stimuleze productivitatea în perioada interbelică, realizate de companii cum ar fi DuPont (nailon), Procter & Gamble (detergent pudră), Revlon (cosmetice), RCA (radiou) şi IBM (maşini de calcul). „Unul dintre principalele motive care alimentau speranţa că în viitor câştigurile vor fi mai mari", susţinea Irving Ficher de la Yale, „era că, în America, în industrie se implementau descoperiri ştiinţifice şi invenţii ca niciodată până atunci"[81]. Practicile manageriale au fost de asemenea revoluţionate de oameni ca Alfred Sloan de la General Motors.

Dar exact aceste puncte forte au fost cele care au determinat modificarea iniţială ce a pus în mişcare o inflaţie clasică a preţurilor bursiere. Pentru observatori ca Fischer, într-adevăr, se părea că nu există limite, căci tot mai mulţi americani doreau să aibă automobile şi bunuri de folosinţă îndelungată – produse care le deveneau accesibile prin creditul în rate. RCA, care avea acţiuni în domeniul tehnologiei în anii 1920, a crescut ameţitor, cu 939% între 1925 şi 1929; indicele său PER la nivelul de vârf al pieţei era de 73[82]. Euforia a încurajat apariţia unui număr mare de noi oferte publice iniţiale; au fost emise acţiuni în valoare de şase miliarde de dolari în 1929, o şesime dintre acestea numai în septembrie. S-au înmulţit noile instituţii financiare numite fonduri de investiţii, menite să profite de boomul de pe piaţa bursieră. (Pe 8 august 1929 Goldman Sachs a ales să-şi anunţe propriul proiect de extindere, sub forma Goldman Sachs Trading Corporation; dacă această corporaţie nu ar fi fost autonomă, colapsul care a urmat ar fi putut să măture chiar şi firma-mamă, Goldman Sachs.) În acelaşi timp, o mulţime de mici investitori (ca Irvin Fischer) se bazau pe efectul de levier pentru a-şi spori expunerea pe pieţele bursiere, folosind împrumuturi de broker (oferite adesea mai degrabă de corporaţii decât de bănci) pentru a cumpăra acţiuni în marjă, plătind astfel cu banii lor doar un procent din preţul de cumpărare. La fel ca în 1719, şi în 1929 au existat iniţiaţi fără scrupule, precum Charles E. Mitchell de la National City Bank sau William Crapo Durant de la GM, şi outsideri naivi, ca Groucho Marx[83]. Ca şi în 1719, fluxurile de capitaluri flotante între pieţe financiare au servit la amplificarea şi transmiterea şocurilor. Şi, tot în 1719, chiar acţiunile autorităţilor monetare au determinat magnitudinea bulei şi consecinţele sale în momentul în care s-a spart.

În probabil cea mai importantă lucrare de istorie a economiei Statelor Unite, Milton Friedman şi Anna Schwartz susţineau că principala responsabilitate pentru transformarea crizei din 1929 într-o Mare Depresiune aparţine Sistemului Rezervelor Federale[84]. Nu dădeau vina pe Rezervele Federale pentru bula propriu-zisă, argumentând că prin prezenţa lui Benjamin Strong la cârma Băncii Rezervelor Federale din New York s-a ajuns la un echilibru rezonabil între obligaţia internaţională a Statelor Unite de a menţine etalonul aur care fusese restabilit şi obligaţia internă de a menţine stabilitatea preţurilor. Prin sterilizarea afluxurilor masive de aur spre Statele Unite (împiedicându-le pentru a genera o expansiune monetară), Rezervele Federale au preîntâmpinat pericolul ca bula să crească şi mai mult. Banca Rezervelor Federale din New York a reacţionat eficient la panica din octombrie 1929, realizând (fără autorizare) ample operaţiuni de piaţă deschisă (cumpărând obligaţiuni din sectorul financiar) pentru a introduce lichidităţi pe piaţă. Totuşi, după ce Strong a murit de tuberculoză, în octombrie 1928, consiliul Rezervelor Federale din Washington a ajuns să domine politica monetară, cu rezultate dezastruoase. În primul rând, nu a făcut mai nimic pentru a contracara criza creditelor pricinuită de eşecurile bancare. Această problemă ieşise deja la iveală cu câteva luni înainte de prăbuşirea bursei,

când unele bănci comerciale cu depozite mai mari de 80 de milioane de dolari au suspendat plăţile. Totuşi, masa critică a fost atinsă în noiembrie şi decembrie 1930, când au dat faliment 608 bănci, cu depozite totalizând 550 de milioane de dolari, printre care şi Banca Statelor Unite, cu peste o treime din totalul depozitelor pierdute. Eşecul negocierilor privind o fuziune care ar fi putut salva Banca a constituit un moment critic în istoria Marii Depresiuni[85]. În al doilea rând, conform reglementărilor anterioare implementării în 1913 a sistemului, înainte de crearea Rezervelor Federale, o criză de acest fel ar fi declanşat o restricţionare a convertibilităţii în aur a depozitelor bancare. Dar Rezervele Federale au înrăutăţit şi mai mult situaţia reducând masa creditelor restante (decembrie 1930 - aprilie 1931). Aceasta a forţat tot mai multe bănci să vândă active, grăbindu-se să obţină lichidităţi, determinând scăderea preţurilor obligaţiunilor şi înrăutăţind şi mai mult situaţia generală. Următorul val de falimente bancare, dintre februarie şi august 1931, a însemnat scăderea depozitelor de la băncile comerciale cu 2,7 miliarde de dolari, adică 9% din totalul lor[86]. În al treilea rând, când Marea Britanie a abandonat etalonul aur, în 1931, determinând băncile străine să se grăbească să-şi convertească rezervele de dolari în aur, Rezervele Federale au crescut rata scontului, în două etape, la 3,5%. Această măsură a oprit scurgerea către exterior, dar a împins şi mai multe bănci din Statele Unite în faliment: în perioada august 1931 - ianuarie 1932, 1.860 de bănci au dat faliment, cu depozite de 1,45 de miliarde de dolari[87]. Şi totuşi, Rezervele Federale nu erau în pericolul să rămână fără aur. În ajunul retragerii lirei sterline, rezervele de aur ale Statelor Unite erau la un nivel fără precedent - 4,7 miliarde de dolari, însemnând 40% din totalul mondial. Chiar şi la nivelul lor cel mai scăzut din octombrie, rezervele federale de aur depăşeau cerinţele legale de acoperire cu mai bine de un miliard de dolari[88]. În al patrulea rând, abia în aprilie 1932, sub puternice presiuni politice, Rezervele Federale au încercat o amplă operaţiune de piaţă deschisă, primul pas pe care l-au făcut pentru a contracara criza de lichidităţi. Dar nici asta nu a fost suficient pentru a evita încă un val de falimente ale băncilor în ultimul trimestru al anului 1932, care a precipitat prima „vacanţă bancară" în toată ţara, închiderea temporară a tuturor băncilor[89]. În al cincilea rând, când zvonurile că noua administraţie Roosevelt avea să devalorizeze dolarul au determinat o nouă convertire a dolarului în aur atât pe plan intern, cât şi extern, Rezervele Federale au crescut din nou rata scontului, pregătind astfel terenul pentru vacanţa bancară naţională pe care a proclamat-o Roosevelt pe 6 martie 1933, la două zile după intrarea în funcţie - vacanţă din care 2.000 de bănci nu s-au mai întors niciodată[90].

Incapacitatea Rezervelor Federale de a evita falimentul a aproximativ de 10.000 de bănci a fost crucială nu numai doar pentru că s-ar fi evitat şocul provocat consumatorilor ale căror depozite s-au pierdut sau acţionarilor al căror capital s-a pierdut, ci şi din pricina efectului mai amplu asupra masei monetare şi a volumului creditelor. Între 1929 şi 1933, populaţia a reuşit să deţină cu 31% mai multe lichidităţi; rezervele băncilor comerciale nu s-au modificat (băncile care au reuşit să supravieţuiască chiar şi-au constituit rezerve excedentare); dar depozitele băncilor comerciale au scăzut cu 37% şi creditele oferite cu 47%. Cifrele absolute dezvăluie dinamica letală a „marii contracţii". Creşterea cu 1,2 miliarde a numerarului aflat în posesia populaţiei s-a realizat cu preţul unui declin al depozitelor bancare cu 15,6 miliarde şi al unui declin al împrumuturilor bancare de 19,6 miliarde, echivalentul a 19% din produsul intern brut al anului 1929[91].

A fost o vreme când unii istorici savanţi strâmbau din nas atunci când se vorbea de faptul că se pot trage învăţăminte din istorie. Economiştii nu au o astfel de atitudine: două generaţii de economişti s-au străduit să explice cauzele Marii Depresiuni tocmai în ideea de a evita repetarea ei. Dintre toate lecţiile care au reieşit din acest efort colectiv,

iată care rămâne cea mai importantă: că o politică monetară inadecvată sau inflexibilă în urma unei scăderi bruște a prețurilor activelor poate transforma o măsură de corectare într-o recesiune și o recesiune într-o criză economică. După părerea lui Friedman și Schwartz, Rezervele Federale ar fi trebuit să caute să introducă activ lichidități în sistemul bancar începând din 1929, folosind ample operațiuni de piață deschisă și lărgind – nu contractând – volumul creditelor folosindu-se de fereastra de scont. Ei sugerează de asemenea că ar fi trebuit să se acorde mai puțină atenție abundenței de aur. Mai recent, s-a susținut că tocmai etalonul aur din perioada interbelică ar fi fost problema pentru că acesta transmitea crizele (precum crizele bancare și valutare europene din 1931) în toată lumea[92]. O a doua lecție pe care se pare că ne-o oferă istoria ar părea deci să fie că beneficiile unui curs de schimb stabil nu sunt atât de mari încât să depășească costurile unei deflații interne. Oricine se mai îndoiește astăzi că trebuie să învățăm din istorie nu are decât să compare lucrările academice cu acțiunile recente ale președintelui actual al Sistemului Rezervelor Federale[93].

Povestea unor „cozi groase"

Uneori cele mai importante evenimente istorice sunt de fapt nonevenimentele: lucrurile care nu se întâmplă. Economistul Hyman Minsky caracteriza foarte bine situația atunci când afirma: „Evenimentul economic cel mai semnificativ al epocii de după al Doilea Război Mondial e cel care nu a mai avut loc: nu a mai avut loc o criză financiară profundă și de lungă durată"[94]. E cu adevărat surprinzător, pentru că nu au lipsit „Zilele Negre".

Dacă variațiile indicilor bursieri ar fi distribuite statistic precum înălțimea oamenilor, nu ar mai exista niciodată astfel de evenimente. Cei mai mulți ar fi îngrămădiți în jurul valorii medii, cu foarte puține variații extreme în sus și în jos. La urma urmei, nu sunt prea mulți cei care nu au 1,20 metri sau depășesc 2,40 metri. Dacă aș face o histogramă a înălțimii tinerilor studenți de la cursul meu de istorie a finanțelor în funcție de frecvența lor, rezultatul ar fi acea clasică linie curbă în formă de „clopot", aproape toți fiind grupați, cu o marjă de 12-13 centimetri, în jurul înălțimii medii din Statele Unite, de 1,77 metri. Numai că pe piețele financiare lucrurile nu arată chiar așa. Dacă punem pe un grafic variațiile indicelui Dow Jones dintr-o singură lună, vom vedea că punctele nu se înghesuie în jurul mediei, fiind mult mai multe creșteri și scăderi majore la extreme, ceea ce statisticienii numesc „cozi groase". Dacă variațiile pieței bursiere ar urma „distribuția normală" sau curba în formă de „clopot", precum înălțimea oamenilor, o scădere anuală de 10% sau mai mult s-ar întâmpla o dată la 500 de ani, pe când în cazul indicelui Dow Jones s-a întâmplat o dată la cinci ani[95]. Iar scăderi de 20% sau mai mult ale pieței bursiere nu s-ar pomeni niciodată, cum nu am putea să vorbim de oameni cu înălțimea de 30 de centimetri – când de fapt au avut loc nouă astfel de crahuri în ultimul secol.

În „Lunea Neagră" din 19 octombrie 1987, indicele Dow Jones a scăzut cu 23%, una dintre cele doar patru zile în care indicele a coborât cu mai bine de 10% într-o singură ședință de tranzacționare. Prima pagină din *The New York Times* spunea totul atunci când se întreba: „Oare 1987 egal 1929?". De la valoarea maximă la valoarea minimă, scăderea era de o treime, o depreciere a acțiunilor americane de aproape un trilion de dolari. Cauzele crahului au fost amplu dezbătute la acel moment. E adevărat, Rezervele Federale crescuseră ratele cu o lună înainte de la 5,5 la 6%. Dar unitatea oficială de comandă, in frunte cu Nicholas Brady, a dat vina mai ales pe „vânzarea mecanică, indiferent de preț, de către un [mic] număr de instituții care au folosit strategii de asigurare a portofoliului

şi de un mic număr de grupuri de fonduri mutuale ce au reacţionat pentru a-şi asigura amortizările", la care s-au adăugat „un număr de instituţii agresive orientate spre tranzacţii agresive [care au încercat] să vândă, anticipând un declin şi mai accentuat al pieţei". Lucrurile s-au agravat şi mai mult din cauza defectării sistemului automat de tranzacţionare de la Bursa din New York şi din pricina unor „întrerupătoare" care ar fi oprit vânzările pe pieţele contractelor la termen şi options[96]. Remarcabil e ceea ce a avut loc apoi sau, mai bine zis, ce nu a avut loc. În anii 1990 nu a avut loc o Mare Depresiune, în ciuda previziunilor lordului Rees-Mogg şi ale altora[97]. În 1988 nu a fost nici măcar o recesiune (doar una modestă în 1990-1991). La mai puţin de un an după Lunea Neagră, indicele Dow Jones a ajuns la acelaşi nivel de dinainte de crah. Dar pentru asta o parte din merit le aparţine, fără îndoială, reprezentanţilor băncilor centrale şi mai ales tânărului preşedinte al Rezervelor Federale, Alan Greenspan, care preluase conducerea acestora de la Paul Volcker cu doar două luni înainte. Reacţia lui Greenspan la Lunea Neagră a fost rapidă şi eficientă. Declaraţia lui succintă din 20 octombrie prin care sublinia că Rezervele Federale „sunt pregătite să devină o sursă de lichidităţi pentru sprijinirea sistemului economic şi financiar" a dat de înţeles pieţei şi mai ales băncilor din New York că, dacă lucrurile luau o întorsătură cu adevărat dramatică, el era gata să le scoată la liman[98]. Cumpărând agresiv obligaţiuni guvernamentale pe piaţa deschisă, Rezervele Federale au introdus lichidităţile necesare în sistem, reducând costul împrumutului de la Rezervele Federale cu aproape 2% în doar 16 zile. Wall Street respira din nou. Lucrul de care se temea Minsky nu se întâmplase.

După ce a stopat o dată panica, în mintea lui Greenspan persista dilema dacă data viitoare să acţioneze sau nu anticipat – pentru a preveni panica din start. Dilema a devenit de actualitate în anii 1990, în momentul în care s-a conturat o inflaţie clasică a preţurilor bursiere. În acest caz modificarea a fost produsă de explozia inovatoare din tehnologie şi industria programelor informatice, când calculatoarele personale s-au întâlnit cu internetul. Dar, ca în cazul tuturor bulelor din istorie, a jucat un rol şi adaptarea politicii monetare. De la un maximum de 6% în iunie 1995, dobânda ţintă a fondurilor* a fost redusă la 5,25% (ianuarie 1996 – februarie 1997). A fost ridicată din nou la 5,5% în martie 1997, apoi diminuată iarăşi treptat, între septembrie şi noiembrie 1998, la 4,75%. Şi a rămas la acest nivel până în mai 1999, moment la care indicele Dow Jones a depăşit 10.000 de puncte. Ratele nu au mai fost crescute până în iunie 1999.

Dar de ce au permis Rezervele Federale să se declanşeze euforia anilor 1990? Greenspan în persoană se simţise obligat să tragă un semnal de alarmă privind „exuberanţa iraţională" de pe piaţa bursieră încă din 5 decembrie 1996, imediat ce indicele Dow Jones trecuse de 6.000**. Totuşi, creşterea cu doar un sfert de punct din martie 1997 nu a fost suficientă pentru a risipi această exuberanţă. Se pare că Greenspan şi colegii săi au subestimat oarecum avântul bulei internetului. Încă din decembrie 1995, pe când indicele

---

* Aceasta este rata dobânzii la care balanţele de împrumut interbancar sunt ţinute la Rezervele Federale, de obicei peste noapte. Comitetul Federal al Pieţei Deschise, format din cei şapte guvernatori ai Boardului Rezervelor Federale şi preşedinţii celor douăsprezece Bănci Regionale ale Rezervelor Federale, stabileşte o rată-ţintă la întâlnirile lor regulate. Banca Rezervelor Federale din New York are menirea de a face acea rată efectivă prin operaţiuni în piaţa deschisă (cumpărând sau vânzând obligaţiuni pe piaţa din New York).

** Cuvintele lui erau, ca de obicei, obscure: „E limpede că o inflaţie scăzută susţinută înseamnă mai puţină incertitudine asupra viitorului şi prime de risc mai mici înseamnă un preţ mai mare al acţiunilor... Dar cum ştim noi când o exuberanţă iraţională determină valori ale activelor excesiv de mari...? Pe noi, ca reprezentanţi ai băncii centrale, nu trebuie să ne preocupe dacă colapsul unei bule a activelor financiare nu ameninţă să dăuneze economiei reale... Dar nici nu trebuie să subestimăm şi să neglijăm complexitatea interacţiunilor pieţelor activelor cu economia"

Dow Jones abia trecuse de 5.000, membrii Comitetului Federal al Pieței Deschise au apreciat că piața se apropie probabil de nivelul maxim[99]. În parte asta s-a întâmplat pentru că Greenspan a socotit că nu era cazul ca Rezervele Federale să-și facă griji din pricina inflației prețului activelor, ci doar din cauza inflației prețurilor de consum ; iar acestea, credea el, se puteau reduce chiar prin creșterea productivității determinate de boomul tehnologic[100]. Iar în parte, așa cum se întâmplă atât de des în cazul inflației prețurilor bursiere, asta s-a datorat și faptului că presiunile internaționale – în acest caz, criza a fost precipitată de încetarea plăților de către Rusia în august 1998 – au necesitat acțiuni de contracarare[101]. În fine, asta s-a datorat în parte și faptului că Greenspan și colegii săi au socotit că nu mai era rolul Rezervelor Federale să plece cu bolul de punch înainte ca petrecerea să înceapă cu adevărat, cum spunea un predecesor al lui Greenspan, William McChestney Martin Jr.[102]. Dar trebuie să-i recunoaștem meritele lui Greenspan, „politica sa monetară în timp real" cu siguranță că a evitat un crah. Nu numai că s-a evitat ceea ce s-a întâmplat în anii 1930, ci și o repetare a experienței japoneze, când un efort bine intenționat al băncii centrale de a sparge o bulă a activelor a ajuns să declanșeze o vânzare masivă la 80%, urmată de un deceniu de stagnare economică. Dar pentru această strategie a trebuit plătit un preț. Și nu pentru prima dată în istoria bursei, o bulă a prețurilor activelor a creat condiții perfecte pentru infracțiuni, precum și pentru exuberanță.

Anumitor observatori stresați anii 1990 li s-au părut în mod ciudat o repetare a tumultuoșilor ani 1920 ; și, într-adevăr, traiectoria bursei din anii 1990 a fost aproape identică cu cea a anilor 1920. Dar, într-un fel, a fost ca o repetare a anilor 1720. Ceea ce fusese Compania Mississippi a lui Law pentru bula cu care a început secolul al XVIII-lea, asta avea să fie și altă companie pentru bula care a încheiat secolul XX. Era vorba despre o companie care le-a promis investitorilor săi profituri ce le depășeau și cele mai ambițioase așteptări. Era o companie care pretindea că va reinventa întregul sistem financiar. Și a fost o companie care a profitat pe deplin de avantajele legăturilor sale politice pentru a ajunge în vârful pieței în expansiune. Numită de revista *Fortune* vreme de șase ani consecutivi (1996-2001) Cea mai inovatoare companie din America, aceasta era Enron.

În noiembrie 2001, Alan Greenspan a primit o distincție prestigioasă, adăugându-și numele alături de Mihail Gorbaciov, Colin Powell și Nelson Mandela : era Premiul pentru servicii publice deosebite acordat de Enron. Și Greenspan și-a câștigat distincția pe bună dreptate. Din februarie 1995 până în iunie 1999 el crescuse ratle dobânzilor o singură dată. Cei care tranzacționau au început să vorbească de „opțiunea de vânzare Greenspan", pentru că atât timp cât a fost el la cârma Rezervelor Federale era ca și cum ai fi avut o opțiune de vânzare pe piața bursieră (adică o opțiune, nu o obligație de a vinde acțiunile la un preț bun în viitor). Dar, de la mijlocul lui ianuarie 2000, piața bursieră din Statele Unite a început să scadă, confirmând cu întârziere avertismentele lui Greenspan despre exuberanța irațională. Nu a mai fost totuși o Zi Neagră, ca în 1987. Într-adevăr, când Rezervele Federale au ciopârțit ratele de la 6,5% la un abrupt 3,5%, în august 2001, economia părea că aterizează lin ; în cel mai rău caz, doar o foarte scurtă recesiune. Și deodată, fără nici un avertisment, în New York a început, amenințătoare, o nouă Zi Neagră – nu sub forma unui crah, ci a prăbușirii intenționate a două avioane. În toiul discuțiilor despre război și al temerilor că bursa va fi închisă ca în 1914, Greenspan a redus iar ratele, de la 3,5% la 3% și apoi iarăși, până la cel mai mic nivel din istorie, de 1%, în iunie 2003. A pompat mai multe lichidități decât toate mașinile de pompieri din Manhattan după 11 septembrie 2001. Dar nici aceste măsuri nu au putut salva Enron. Pe 2 decembrie 2001, exact la două săptămâni după ce Greenspan și-a primit distincția de la Enron, compania și-a semnat falimentul.

Asemănările dintre cariera lui John Law, autorul bulei Mississippi, şi cea a lui Kenneth Lay, preşedintele Enron, sunt izbitoare, ca să nu spunem mai mult. Piatra filosofală a lui John Law i-a permis să „facă aur din hârtie". Echivalentul lui Lay a fost de „a face aur din gaz". Planul lui Law fusese să revoluţioneze finanţele Franţei. Al lui Lay era să revoluţioneze afacerile din domeniul energiei la nivel mondial. De mulţi ani industria era dominată de imense companii de utilităţi care, pe de o parte, produceau fizic energia - pompau gaz şi generau electricitate -, iar pe de altă parte, le-o vindeau consumatorilor. Ideea măreaţă a lui Lay, sugerată de Jeffrey K. Skilling, consultantul lui McKinsey, era de a crea un fel de Bancă Energetică, care să funcţioneze ca un fel de intermediar între furnizorii şi consumatorii de energie[103]. Ca şi Law, Lay, fiul unui predicator sărac din Missouri, începuse modest - ca şi Enron, care iniţial fusese o mică companie de gaze din Omaha, Nebraska. Lay a fost cel care a rebotezat compania* şi i-a mutat sediul central la Houston, Texas. La fel ca Law, Lay avea prieteni sus-puşi. Fiind el însuşi un vechi suporter al industriei energetice din Texas, preşedintele George H. Bush a sprijinit în 1992 legislaţia care ridica restricţiile impuse acestei industrii şi înlătura şi controlul guvernamental asupra preţurilor. În jur de trei sferturi dintre cele 6,6 milioane de dolari, contribuţia politică a companiei Enron, la care s-au adăugat şi 355.000 de dolari din partea lui Lay şi a soţiei sale, au ajuns la Partidul Republican la alegerile din anul 2000. Senatorul Phil Gramm a fost al doilea care a primit contribuţii consistente de la Enron pentru campania sa electorală în 1996, acesta fiind un puternic susţinător al eliminării restricţiilor impuse industriei energetice din California.



Alan Greenspan şi Kenneth Lay

* La început compania urma să fie botezată Enteron, până când *Wall Street Journal* a arătat că *enteron* e un cuvânt grecesc derivat de la cuvântul care înseamnă „intestine".

La sfârşitul anului 2000, Enron era a patra mare companie din America, cu un număr de 21.000 de angajaţi. Controla un sfert din afacerile cu gaze naturale din Statele Unite. Profitând de un val global de privatizări în sectorul energetic, compania a pus mâna pe active pretutindeni în lume. Numai în America Latină, Enron avea acţiuni în Columbia, Ecuador, Perú şi Bolivia, de unde Enron a început instalarea conductei sale care traversa continentul, până în Brazilia. Aparent în urma intervenţiilor prietenului personal al lui Lay, George W. Bush, Enron obţinuse, în Argentina, contractul de construcţie a conductei de gaze naturale care traversa Anzii. Totuşi, mai presus de toate, Enron nu făcea afaceri numai în industria energetică, ci şi în domeniul celorlalte trei elemente: apa, focul şi aerul. Pretindea că poate furniza şi lărgime de bandă pe internet. Într-o scenă parcă desprinsă din filmul *Cacealmaua*, nişte analişti bancari au fost conduşi prin ringuri de tranzacţionare false unde nişte angajaţi aşezaţi în faţa computerelor se prefăceau că vând bandă largă. Era exact Compania Mississippi din nou. Şi, la fel ca în 1719, beneficiile li s-au părut investitorilor irezistibile. În cei trei ani de după 1997, preţul acţiunilor Enron a crescut de aproape cinci ori, de la sub 20 de dolari la mai bine de 90 de dolari. Pentru directorii Enron, care au fost generos „stimulaţi" cu opţiuni pe acţiuni, răsplata a fost şi mai mare. În ultimul an de existenţă a sa, Enron şi-a plătit cei 140 de directori cu câte 5,3 milioane de dolari. Vânzările de automobile de lux au crescut vertiginos. La fel şi proprietăţile din River Oaks, cea mai selectă zonă din Houston. „M-am gândit mult la asta", remarca Skilling, care, în 1997, a devenit principalul director de operaţiuni, „şi am constatat că nu contează decât banii... Cu bani cumperi şi loialitatea oamenilor. Acest sentiment înduioşător nu e la fel de important ca banii gheaţă. Ei sunt motorul performanţei"[104]. Când am întâlnit-o la Houston, în faţa sediului acum defunctei Enron, Sherron Watkins îşi amintea: „La Enron, încasai prime repetate care depăşeau de mai multe ori venitul de bază anual. Şi nu îţi mai băteai capul dacă primeai procente, chiar dacă era doar 75% din salariul de bază anual. Şi voiai prime. Voiai să încasezi de două-trei ori salariul tău de bază anual, de patru ori, sub formă de bonus"[105]. În euforia lui aprilie 1999, chiar şi echipa de baseball Houston Astros şi-a rebotezat stadionul Enron.

Ca şi în cazul sistemului lui Law, singura problemă a „sistemului" Enron era că reprezenta o escrocherie elaborată, bazată pe manipularea pieţei şi pe registre măsluite. În înregistrările făcute publice în 2004 puteau fi auziţi negociatorii de la Enron cerând Companiei El Paso Electric să oprească producţia pentru a menţine preţurile. Un alt schimb de replici se referea la „toţi banii pe care voi, băieţi, îi furaţi de la sărmanele bunicuţe din California". Rezultatele unor astfel de maşinaţiuni au fost nu numai preţurile mai ridicate, ci şi întreruperi ale curentului pentru consumatori. În doar şase luni după ce a intrat în vigoare Legea liberalizării, în California s-a întrerupt curentul de nu mai puţin de 38 de ori. (În altă înregistrare, nişte afacerişti care urmăreau la televizor o ştire despre incendiile din pădurile californiene puteau fi auziţi strigând: „Arzi, puiule, arzi!", în vreme ce stâlpii de electricitate se contorsionau şi se prăbuşeau la pământ.) Chiar şi cu o astfel de manipulare a pieţei, activele şi profiturile declarate ale companiei au fost umflate, în vreme ce datoriile şi pierderile au fost dosite în aşa-numitele entităţi cu scop special, care nu erau incluse în structura declarată a companiei. În fiecare trimestru, directorii au fost nevoiţi să folosească tot mai mult fum şi tot mai multe oglinzi înşelătoare pentru ca pierderile să pară profituri imense. Skilling a ajuns în topul directorilor folosindu-se de noile tehnici financiare, cum ar fi evaluarea activelor şi debitelor la preţul pieţei, şi nu la valoarea din registre, şi securizarea debitelor. Dar nici măcar Andrew Fastow, directorul financiar, nu a putut la nesfârşit să facă pierderile să pară profituri, mai ales că acum se folosea de entităţi cu scop special precum Chewco Investments pentru

a-şi umple buzunarele – ale lui şi ale altor directori. La mijlocul anilor 1990, afacerile internaţionale ale companiei Enron, în special, pierdeau bani, mai ales după anularea unui proiect în domeniul generării de energie în statul indian Maharashtra. EnronOnline, primul sistem de tranzacţionare a mărfurilor pe internet, aducea profituri importante. Dar oare făcea şi bani cu adevărat? La Houston, euforia începea să pălească: iniţiaţii începuseră să simtă primele simptome ale stresului. Entităţile cu scop special ale lui Fastow primeau denumiri tot mai de rău augur: Raptor I, Talon. El şi alţii s-au debarasat de acţiuni ale companiei Enron în valoare de 924 de milioane de dolari cât lucrurile încă mergeau bine.

Investitorii au fost asiguraţi că cotaţia acţiunilor Enron va ajunge la 100 de dolari. Totuşi, când Skilling şi-a anunţat pe neaşteptate demisia („din motive personale"), pe 14 august 2001, preţul acţiunilor a scăzut sub 40 de dolari. În aceeaşi lună, Sherron Watkins i-a scris lui Lay, exprimându-şi teama că Enron va face „implozie în urma unui val de scandaluri privind situaţia contabilă". Şi exact asta s-a şi întâmplat. Pe 16 octombrie, Enron anunţa o pierdere de 618 milioane de dolari în al treilea trimestru şi reducerea cu 1,2 miliarde a capitalului acţionarilor. Opt zile mai târziu, în cursul anchetei Comisiei Valorilor Mobiliare şi a Burselor, Fastow şi-a dat demisia din funcţia de director financiar. Pe 8 noiembrie compania a fost obligată să-şi revizuiască profiturile din ultimii cinci ani; se declaraseră 567 de milioane de dolari în plus. Când Enron a demarat procedurile de declarare a falimentului, pe 2 decembrie, s-a dezvăluit că bilanţul total auditat ascunsese datorii pe termen lung de 25 de miliarde de dolari: acestea erau nu de 13 miliarde de dolari, ci de fapt de 38 de miliarde de dolari. Deja, stresul se transformase în repulsie; iar panica venea şi ea repede din urmă. La sfârşitul anului 2001, acţiunile companiei Enron valorau doar 30 de cenţi.

În mai 2006 Law a fost declarat vinovat de toate cele zece capete de acuzare împotriva lui, inclusiv de conspiraţie, fals în declaraţii, fraudă cu titluri de valoare şi fraudă bancară. Skilling a fost găsit vinovat de 18 dintre cele 27 de capete de acuzare. Lay a murit înainte de pronunţarea sentinţei, pe când se afla la Aspen, Colorado, în vacanţă. Skilling a fost condamnat la 24 de ani şi patru luni de închisoare şi la plata a 26 de milioane de dolari la fondul de pensii al companiei Enron; a făcut recurs. În total, 16 directori s-au declarat vinovaţi în legătură cu acuzaţiile privind administrarea companiei Enron, iar alţi şase (deocamdată) au fost găsiţi vinovaţi la proces. Arthur Andersen, firma de servicii contabile a companiei, a fost distrusă de scandal. Dar principalii perdanţi au fost angajaţii de rând ai companiei şi micii investitori ale căror economii s-au evaporat, la fel ca milioanele de livre pierdute când s-a prăbuşit Compania Mississippi.

Societatea pe acţiuni cu răspundere limitată, inventată acum patru sute de ani, e cu adevărat o instituţie miraculoasă, la fel ca şi bursa, unde pot fi vândute şi cumpărate titlurile acesteia. Dar de-a lungul întregii istorii a finanţelor au existat şi companii frauduloase, după cum au existat şi pieţe iraţionale. Într-adevăr, cele două situaţii merg mână în mână – căci, atunci când taurii galopează cu cel mai mare entuziasm, oamenii s-ar putea să fie înclinaţi să se lase duşi de val. Un rol crucial îl joacă totuşi băncile centrale, care se presupune că trebuie să fie cowboy-i ce trebuie să mâne cireada. E limpede că fără Banque Royale Law n-ar fi reuşit să facă ceea ce a făcut. La fel de limpede e şi faptul că fără politica monetară laxă a Rezervelor Federale din anii 1990 lui Ken Lay şi Jeff Skilling le-ar fi fost foarte greu să împingă preţul acţiunilor Enron la 90 de dolari. În schimb, Marea Depresiune ne oferă o lecţie amară cu privire la pericolul unei politici monetare restrictive foarte severe în timpul unui crah. Evitarea repetării Marii Depresiuni

e adesea considerată un scop care justifică orice mijloace. Totuşi, istoria Companiei Olandeze a Indiilor de Est, prima societate pe acţiuni, arată că, având o bază monetară solidă furnizată de Banca de Schimburi din Amsterdam, şi bulele, şi spargerea lor pot fi evitate.

În concluzie, drumul pieţelor financiare nu poate fi niciodată lipsit de obstacole, aşa cum am vrea noi. Atât timp cât aşteptările oamenilor trec de la un optimism exagerat la un pesimism exagerat – de la lăcomie la spaimă –, preţul acţiunilor tinde să aibă un parcurs capricios, conturând o linie care seamănă foarte bine cu crestele zimţate ale Anzilor. Iar ca investitori, ar trebui să sperăm că, atunci când va trebui să coborâm de pe piscul euforiei, vom avea parte de o pantă de schi lină, şi nu de o prăpastie.

Dar oare nu există nici o soluţie care să ne ferească de prăbuşirea reală şi metaforică? După cum vom vedea în capitolul 4, evoluţia asigurărilor, de la începuturile lor modeste din secolul al XVIII-lea, a formulat o serie de răspunsuri la această întrebare, fiecare dintre ele oferind măcar o oarecare protecţie în faţa piscurilor prăpăstioase şi a cozilor groase ale istoriei financiare.

Capitolul 4

Revenirea riscului

Să economiseşti pentru viitor este un impuls financiar elementar, pentru că viitorul e nesigur. Lumea e un loc plin de primejdii. Nimeni nu trece prin viaţă fără să aibă parte şi de puţin ghinion. Unii dintre noi au parte chiar de mai mult. Adesea e destul să te afli în locul nepotrivit la momentul nepotrivit : de exemplu, să fii în delta fluviului Mississippi în ultima săptămână a lui august 2005, când uraganul Katrina a lovit nu doar o dată, ci de două ori. La început a venit urletul vântului aceluia cu o forţă de foarte mulţi kilometri la oră care a spulberat numeroase case de lemn, măturându-le de pe fundaţiile lor de beton. Apoi, două ore mai târziu, a ajuns şi valul de zece metri împins de uragan care a spart trei dintre digurile de apărare ale oraşului New Orleans, de la lacul Pontchartrain şi Mississippi, revărsând milioane şi milioane de litri de apă asupra oraşului. Loc cu ghinion, într-un moment cu ghinion. Sau să fii în World Trade Center pe 11 septembrie 2001. Sau la Bagdad, aproape în fiecare zi de la invadarea acestuia în 2003. Sau la San Francisco când – aşa cum se va şi întâmpla într-o zi – va avea loc un cutremur cu adevărat mare de-a lungul faliei de la San Andreas.

Astfel de lucruri se întâmplă, după cum observa nonşalant fostul secretar al Apărării Donald Rumsfeld când, după răsturnarea lui Saddam Hussein, s-a declanşat o orgie de jafuri în capitala irakiană. Unii susţin că astfel de lucruri se vor întâmpla mult mai frecvent decât în trecut, din pricina schimbărilor climatice, a amplificării acţiunilor teroriste sau a gafelor Americii în domeniul politicii externe. Problema e cum ne vom descurca noi în faţa riscurilor şi a momentelor de nesiguranţă ale viitorului. Să ne bazăm pe gesturile voluntare de caritate ale semenilor noştri atunci când situaţia va deveni cumplită? Sau ne vom putea baza pe ajutorul statului – cu alte cuvinte, pe contribuţiile obligatorii ale concetăţenilor noştri plătitori de taxe – pentru a ieşi din impas când va veni peste noi catastrofa?

Istoria artei gestionării riscului a însemnat o lungă luptă între dorinţa noastră vană de a ne crea o siguranţă financiară – o siguranţă, ca să spunem aşa, precum cea garantată de Fondul Scottish Widows – şi realitatea crudă care demonstrează că în această privinţă nu există „viitor", un singur viitor. Nu există decât o multitudine de forme imprevizibile de viitor, care nu-şi vor pierde niciodată capacitatea de a ne lua prin surprindere.

The big uneasy*

La filmele western pe care le urmăream pe când eram puşti eram fascinat de localităţile-fantomă, aşezări omeneşti cu viaţă scurtă, părăsite din pricina schimbărilor rapide ale orizontului american. Abia când am fost la New Orleans, după uraganul Katrina, am văzut cu adevărat şi eu cum a ajuns să arate primul mare oraş-fantomă al Americii.

Prin minte îmi treceau amintiri plăcute, chiar dacă înceţoşate, legate de „Big Easy". Pe vremea când eram încă puştan, în perioada dintre liceu şi universitate, când simţeam pentru prima dată gustul libertăţii, am descoperit că New Orleans era singurul loc din Statele Unite unde puteam fi servit şi eu cu o bere în ciuda faptului că eram minor, ceea ce a făcut să-mi pară minunat jazzul bătrânilor muzicieni din Preservation Hall. Cu douăzeci şi cinci de ani mai târziu şi la aproape doi ani după ce a fost lovit de marele uragan, oraşul e doar o umbră pustiită a ceea ce a fost odinioară. Saint Bernard Parish a fost una dintre zonele cel mai grav afectate de furtună. Doar cinci locuinţe din cele circa 26.000 n-au fost inundate. În final, 1.836 de americani şi-au pierdut viaţa din pricina uraganului Katrina, cei mai mulţi fiind din Louisiana. Numai în Saint Bernard numărul morţilor a ajuns la patruzeci şi şapte. Se mai pot vedea şi acum însemnele de pe uşile caselor abandonate care indicau dacă acolo a fost găsit sau nu vreun cadavru. Îţi sugerează comparaţia cu Anglia medievală din timpul Morţii Negre.

Când am ajuns din nou la New Orleans în iunie 2007, consilierul Joey DiFatta şi restul oficialilor municipali din Saint Bernard lucrau tot în nişte rulote, parcate în spatele fostelor lor birouri pe care inundaţia le devastase. În timpul uraganului, DiFatta a rămas la birou, pentru ca mai apoi să se retragă pe acoperiş, pe măsură ce apele se ridicau tot mai mult. De acolo, de sus, el şi colegii săi n-au putut decât să urmărească neputincioşi cum împrejurimile pe care le îndrăgiseră dispăreau sub apele mocirloase şi întunecate. Înfuriaţi când au văzut incompetenţa Agenţiei Federale pentru Situaţii de Urgenţă (FEMA), aceştia şi-au jurat să refacă tot ce pierduseră. De atunci, au trudit fără odihnă, încercând să reconstruiască ceea ce înainte fusese o comunitate foarte strâns legată – mulţi dintre acei oameni, la fel ca DiFatta, fiind urmaşi ai coloniştilor veniţi din Insulele Canare. Dar nu s-a dovedit a fi deloc uşor să-i convingă pe miile de refugiaţi să se întoarcă la Saint Bernard ; la doi ani de la dezastru, în district era doar o treime din populaţia de dinainte de Katrina. Una dintre problemele de care s-au împiedicat s-a dovedit a fi cea a asigurărilor. În momentul de faţă e practic imposibil să asiguri o casă în Saint Bernard sau în oricare altă zonă mai joasă a oraşului New Orleans. Iar fără asigurare pentru construcţie e practic imposibil să obţii un credit ipotecar.

Aproape toţi supravieţuitorii şi-au pierdut casele în cursul dezastrului, întrucât aproape trei sferturi din fondul locativ total al oraşului a fost distrus. Au fost peste 1.750.000 de cereri de despăgubiri de dezastru, pierderile asigurate fiind estimate la peste 41 de miliarde de dolari, transformând Katrina în cea mai costisitoare catastrofă din istoria modernă a Americii[1]. Dar Katrina n-a avut drept consecinţă doar inundarea New Orleansului, ci a dezvăluit şi neajunsurile sistemului de asigurări care a împărţit responsabilităţile între companii de asigurări private, care au garantat protecţie împotriva daunelor provocate de vânt, şi guvernul federal, care garanta protecţie împotriva inundaţiilor, după un plan introdus în urma uraganului Betsy din 1965. După dezastrul din 2005, mii de împuterniciţi

* The Big Easy e porecla oraşului New Orleans, după titlul romanului lui James Conaway (1972). Replica sa, *The Big Uneasy*, este un documentar realizat de Harry Shearer despre soarta oraşului după uraganul Katrina (n.tr.).

ai firmelor de asigurări au împânzit regiunea de coastă a Louisianei şi a fluviului Mississippi. După spusele multor rezidenţi, treaba lor nu era să-i ajute pe deţinătorii de poliţe de asigurare loviţi de dezastru, ci să găsească chichiţe pentru a nu plăti aceste poliţe, susţinând că daunele suferite au fost provocate de inundaţii, şi nu de vânt*. Companiile de asigurări nu s-au gândit că vor avea de-a face cu unul dintre deţinătorii de poliţe de asigurare, fost pilot în Marina Militară şi celebru avocat, Richard F. Scruggs, omul cunoscut înainte ca Regele Prejudiciilor.



New Orleans după Katrina: acolo unde asigurările au dat greş

„Dickie" Scruggs a ajuns întâia oară pe prima pagină a ziarelor în anii 1980, când i-a reprezentat pe muncitorii de pe şantierele navale ai căror plămâni au fost afectaţi în mod fatal de expunerea la azbest, câştigând pentru ei despăgubiri în valoare de 50 de

* O poliţă tipică de asigurare a unei proprietăţi imobiliare în zona Coastei Golfului conţine o Clauză deductibilă în caz de uragan, care menţionează procentele de scutire în cazul oricăror pretenţii pentru „pierderi fizice directe sau daune aduse proprietăţii asigurate provocate de vânt, rafale, grindină, ploaie, tornade sau cicloane ori ca urmare a unui uragan". Dar întotdeauna în acea clauză există şi o excepţie: „Nu oferim asigurare... pentru nici un fel de pagubă ce nu s-ar fi petrecut dacă n-ar fi fost unul sau mai multe evenimente eliminatorii", cum ar fi „daune provocate de apă însemnând... inundaţii, ape de suprafaţă, valuri, valuri de maree, tsunami, valuri provocate de variaţii de nivel, valuri de lac, scurgeri din acumulări de apă, jeturi provocate de oricare din cele mai înainte menţionate, orice dintre acestea antrenate de vânt". În plus, „nu oferim asigurare pentru astfel de daune indiferent de: (a) cauza evenimentului eliminatoriu; sau (b) alte cauze ale daunelor; sau (c) dacă alte cauze au concurat în acelaşi timp ori consecutiv cu evenimentul eliminatoriu pentru producerea pagubei; sau (d) evenimentul s-a produs brusc ori gradual..." Acesta e un exemplu clasic de texte scrise cu caracter mărunt menite să limiteze garanţiile celui asigurat într-un fel greu de înţeles pentru deţinătorul poliţei de asigurare.

milioane de dolari. Dar asta a fost doar un mizilic în comparaţie cu ce i-a făcut să plătească pe cei din companiile din industria tutunului: peste 200 de miliarde de dolari către statul Mississippi şi alte patruzeci şi cinci de state drept compensaţii pentru cheltuielile de asistenţă medicală în cazul afecţiunilor provocate de fumat. Acest caz (imortalizat în filmul *Scandal în industria tutunului*) l-a făcut pe Scruggs un om bogat. Se spune că onorariul său după această acţiune în beneficiul unui grup ar fi fost de 1,4 miliarde de dolari, adică 22.500 de dolari pentru fiecare oră în care a muncit firma sa. Şi din aceşti bani şi-a cumpărat o casă pe faleza din Pascagoula's Beach Boulevard, la mică distanţă (cu avionul cu reacţie particular) de birourile sale din Oxford, Mississippi. Dar, după trecerea Katrinei, din casa lui n-au mai rămas decât fundaţia de beton şi câţiva pereţi atât de avariaţi, încât au trebuit să fie daţi jos cu buldozerul. Cu toate că, după aceea, compania la care era el asigurat a socotit cu cale (în mod înţelept) să-i plătească despăgubirile, Scruggs a fost foarte supărat auzind de tratamentul altor firme de asigurări. S-a oferit să-i reprezinte, printre alţii, pe cumnatul său, Trent Lott, fost reprezentant al majorităţii republicane din Senat, şi pe prietenul său Gene Taylor, congresmen de Mississippi, care şi-au pierdut amândoi casele din pricina uraganului Katrina şi pe care asiguratorii lor i-au expediat fără prea multă discuţie[2]. Într-o serie de cazuri în apărarea deţinătorilor de poliţe de asigurare, Scruggs a susţinut că asiguratorii (în principal firmele State Farm şi All State) încercau să nu-şi respecte angajamentele asumate legal[3]. El şi „Grupul Katrina Scruggs" au întreprins cercetări ale condiţiilor meteorologice pentru a arăta că toate distrugerile din zone precum Pascagoula au fost provocate de vânt cu ore înainte de inundaţii. Scruggs a fost abordat şi de doi informatori angajaţi în asigurări care au pretins că firma la care lucrau au modificat rapoartele pentru a demonstra că daunele fuseseră provocate mai ales de inundaţii şi mai puţin de vânt. Recordul profiturilor doar din 2005 şi 2006 ale firmelor de asigurări i-a deschis lui Scruggs pofta de revanşă*. După cum îmi spunea când ne-am întâlnit în pustietatea în care fusese propria lui casă: „Acesta [oraşul] mi-a fost cămin vreme de cincizeci de ani, aici mi-am întemeiat familia şi eram foarte mândru de el. Iar când mă uit acum la el, mă trece un val de emoţii". La acel moment firma State Farm rezolvase deja 640 de cazuri susţinute de Scruggs în favoarea clienţilor cărora iniţial li se refuzase plata daunelor, plătindu-le acestora 80 de milioane de dolari, şi fusese de acord să analizeze şi alte 36.000 de solicitări[4]. Părea că asiguratorii dăduseră înapoi. Dar campania lui Scruggs împotriva firmelor de asigurări s-a prăbuşit în noiembrie 2007, când el şi fiul său Zachary şi alţi trei asociaţi au fost acuzaţi că au încercat să mituiască un judecător al unei curţi din acest stat într-un proces privind o dispută pe marginea despăgubirile legale legate de Katrina**. Din acel moment pe Scruggs îl aşteaptă o condamnare cu închisoarea de până la cinci ani[5].

---

* Companiile de asigurări ale proprietăţii şi pentru cazuri de dezastru din Statele Unite, după deducerea taxelor, au avut un profit net de 43 de miliarde de dolari în 2005 şi 64 de miliarde de dolari în 2006, în comparaţie cu media de mai puţin de 24 de miliarde de dolari în precedenţii trei ani.

** Asociatul lui Scruggs, Timothy Balducci, a fost înregistrat pe când îi oferea 40.000 de dolari judecătorului Lackey. „Singura persoană din lume în afară de mine şi de dumneavoastră cu care am discutat această problemă e Dick", i-a spus domnul Balducci lui Lackey. „Noi, după cum vă spun, nu suntem decât trei oameni pe lumea asta care ştiu de problemă... iar doi dintre ei sunt chiar aici faţă în faţă, iar celălalt e Scruggs... Eu şi el, cum să spun, în ultimii cinci sau şase ani, sunt nişte cadavre îngropate... despre care, după cum ştiţi, eu şi cu el ştim unde sunt." Pe 1 noiembrie 2007 Balducci l-a sunat pe Scruggs să-i spună că judecătorul „se simte puţin

S-ar putea să sune ca o altă poveste despre moralitatea indoielnică a sudiştilor sau o dovadă că cei care trăiesc de pe urma unor delicte de delicte vor pieri. Totuşi, indiferent de căderea lui Scruggs de la statutul de om de ispravă la cel de infractor, situaţia a evoluat în sensul că atât firma Farm State, cât şi All State au declarat o mare parte din zona de coastă a Golfului Mexic drept zonă care „nu se asigură". Ce rost are să-şi asume vreun risc reînnoind poliţele de asigurare aici, unde dezastrele naturale au loc mult prea des şi unde după dezastre companiile trebuie să se confrunte cu unii ca Dickie Scruggs? Implicaţiile majore ale acestei atitudini par să sugereze că sectorul privat nu mai e în stare să acopere asigurările pentru nişte zone ca Pascagoula şi Saint Bernard. În acelaşi timp, nu e deloc limpede dacă legislativul american e gata să preia obligaţiile de a extinde şi mai mult asigurările de stat. Valoarea totală a daunelor pentru bunurile neasigurate în urma uraganelor din 2005 s-ar putea să ajungă să coste guvernul federal cel puţin 109 miliarde de dolari în ajutoarele de după dezastru şi alte 8 miliarde de dolari prin suspendare de taxe, de aproape trei ori valoarea pierderilor estimate ale firmelor de asigurări[6]. După părerea publicistei Naomi Klein, această situaţie e simptomatică pentru disfuncţionalitatea „Complexului capitalismului dezastrelor", care generează profituri particulare pentru unii, dar îi lasă pe plătitorii de taxe să facă singuri faţă costurilor catastrofei[7]. În cazul unor astfel de note de plată dezastruoase, care ar fi modul corect de a acţiona? În cazul în care asigurările nu fac faţă, singura alternativă ar fi ca toate dezastrele naturale să devină o preocupare la scară naţională, o imensă obligaţie fără restricţii pentru guverne?

Fireşte, viaţa a fost întotdeauna plină de primejdii. Dintotdeauna au existat uragane, nenorociri, foamete. Iar dezastrele pot fi o problemă personală măruntă sau pot deveni mari probleme publice. În fiecare zi, bărbaţi şi femei sunt victime ale unor îmbolnăviri sau ale unor accidente şi se trezesc brusc în situaţia că nu mai pot munci. Cu toţii ajungem să îmbătrânim şi să nu mai fim în stare să ne câştigăm pâinea zilnică. Şi mai sunt şi unii, puţini la număr, care de la naştere nu sunt în stare să-şi poarte de grijă. Iar problema este că doar puţine dintre aceste calamităţi sunt întâmplătoare. Frecvenţa uraganelor are oarecare regularitate, la fel ca aceea a îmbolnăvirilor şi a morţii. În toate deceniile, începând din anii 1850, Statele Unite au fost lovite de uragane, între unu şi zece uragane majore (definite ca furtuni cu o viteză a vântului de peste 110 mile la oră, care determină o creştere a nivelului apei de peste doi metri şi jumătate). Deocamdată nu e foarte limpede dacă acest deceniu va depăşi recordul anilor 1940, când au avut loc zece astfel de uragane[8]. Deoarece există date statistice pentru un secol şi jumătate, avem posibilitatea să evaluăm probabilitatea unui astfel de incident, precum şi gradul uraganelor. Corpul de Ingineri al Armatei Statelor Unite a apreciat că un uragan precum Katrina poate apărea o dată la 396 de furtuni, ceea ce înseamnă că şansa ca un uragan de această amploare să lovească Statele Unite pe parcursul unui an e de 0,25%[9]. O cu totul altă perspectivă a abordat compania Risk Management Solutions, care aprecia, cu doar câteva săptămâni înainte de declanşarea furtunii, că un uragan de forţa Katrinei se poate petrece o dată la patruzeci de ani[10]. Evaluări atât de diferite arată că, la fel ca şi cutremurele de pământ sau războaiele, uraganele sunt mai degrabă de domeniul incertitudinii decât al riscului pe deplin înţeles[*]. Un calcul al probabilităţilor se poate face cu mai mare precizie pentru majoritatea celorlalte

---

mai sensibil în faţa faptelor şi a legii decât înainte" şi l-a întrebat: „Vrei să mai salţi puţin, ştii tu, cam la vreo 10 sau ceva mai mult?" Scruggs i-a răspuns că „de asta are el grijă".

* Pentru o discuţie mai amplă asupra acestei distincţii cruciale, vezi şi *infra*, „Cuvântul de încheiere".

forme de risc cu care se confruntă oamenii, pentru că acestea au loc mult mai frecvent, aşa încât e uşor de conturat un model. Riscul mediu de deces al unui american din pricina forţelor naturii, in care se includ tot felul de dezastre naturale, a fost estimat la 1 din 3.288 de cazuri. Cifra corespunzătoare de deces din cauza unui incendiu intr-o clădire e de 1 la 1.358 de cazuri. Riscul ca un american să fie impuşcat mortal e de 1 la 314. Dar un american e mult mai probabil să fie victima unei sinucideri (1 la 119) şi mult mai probabil să moară în urma unui accident de maşină (1 la 78), dar şi mai probabil să moară de cancer (1 la 5)[11].

În societăţile agricole premoderne, aproape toată lumea se confrunta cu riscul unei morţi premature din cauza malnutriţiei sau a bolilor, ca să nu mai vorbim de războaie. În acele timpuri, oamenii nu puteau face mare lucru in privinţa prevenirii acestor dezastre, spre deosebire de generaţiile de mai târziu. Se bazau mai mult pe încercările de a-i îmbuna pe zei sau pe Dumnezeu, care, credeau ei, trimiteau secetele, epidemiile şi invaziile. Doar treptat au ajuns oamenii să acorde importanţă schimbărilor regulate ale vremii, ale recoltelor şi epidemiilor. Abia foarte târziu – în secolele al XVIII-lea şi al XIX-lea – au început să înregistreze sistematic nivelul precipitaţiilor, al recoltelor şi mortalităţii intr-un mod care a făcut posibil calculul probabilităţilor. Dar chiar mai inainte de a face asta, ei au inţeles că este înţelept să faci economii : să pui bani deoparte pentru când iţi plouă prea mult (în sens aproape literal in societăţile agricole). Cele mai multe societăţi agricole primitive incercau cel puţin să adune de-ale gurii şi alte provizii pentru a le ajuta să treacă peste vremurile grele. Şi grupurile noastre tribale au intuit încă dintru începuturi că era bine să pună la grămadă resursele, pentru că, instinctiv, ştiau că cu cât erau mai mulţi era mai sigur. În mod logic, din cauza vulnerabilităţii strămoşilor noştri, cele mai vechi forme de asigurare au fost probabil societăţile de înmormântare, care puneau deoparte provizii pentru a asigura membrilor tribului înmormântarea cu cele cuvenite. (Astfel de societăţi rămân singura formă de instituţie financiară în unele dintre cele mai sărace zone din Africa de Est.) Constituirea unor rezerve din timp în vederea unor posibile dezastre în viitor a rămas principiul fundamental de asigurare, fie că e vorba de măsuri de prevedere în caz de moarte, în faţa efectelor vârstei inaintate, a bolilor sau accidentelor. Problema era să ştii cât să economiseşti şi ce să faci cu acele economii pentru a fi sigur că, spre deosebire de cele întâmplate la New Orleans după Katrina, dispui de suficienţi bani la teşcherea care să acopere costurile unei nenorociri atunci când aceasta te loveşte. Dar pentru asta trebuie să fii mai mult decât chibzuit. Ceea ce ne oferă un important indiciu pentru a afla unde şi-ar putea avea originile istoria asigurărilor. Unde dacă nu în mândra şi chibzuita Scoţie ?

Măsuri de prevedere

Se spune că noi, scoţienii, suntem un popor pesimist. S-ar putea să fie din pricina vremii – dacă ţinem cont de toate zilele alea mohorâte şi ploioase. Poate din cauza anilor nesfârşiţi de dezamăgire din domeniul sportului. S-ar putea să fie de vină calvinismul, religie îmbrăţişată de strămoşii mei din regiunea Lowlands a Scoţiei pe vremea Reformei. Predestinarea nu e o parte prea încurajatoare a credinţei, deşi logic ar fi să-ţi asumi faptul că un Dumnezeu atotştiutor ştie de la început care dintre noi („Cei Aleşi") se vor duce în Rai şi care dintre noi (un număr mult mai mare de păcătoşi fără speranţe) vor ajunge în Iad. Dintr-un motiv oarecare, doi dintre slujitorii Bisericii Scoţiei au dobândit faima

de a fi inventat primul fond adevărat de asigurare acum mai bine de două sute cincizeci de ani, în 1744.

E adevărat că instituţii de asigurare au existat şi înainte de această dată. „Fundarisirea" - asigurarea „fundului" (corpului) navelor comerciale - a fost acţiunea din care s-a născut asigurarea ca ramură a comerţului. Unii spun că primele contracte de asigurare datează de la începutului secolului al XIV-lea şi au apărut în Italia, când încep să apară şi plăţile pentru *securitas* în documentele comerciale. Dar aceste înţelegeri de la începuturi aveau mai degrabă caracterul unei condiţii pentru împrumut către neguţători (cum era în vechiul Babilon), împrumut care putea fi refuzat în cazul unei avarii, şi nu erau poliţe de asigurare în sensul modern al cuvântului[12]; în *Neguţătorul din Veneţia*, „navele" lui Antonio nu sunt, evident, asigurate, lăsându-l descoperit în faţa intenţiilor criminale ale lui Shylock. Abia prin anii 1350 au început să apară adevăratele poliţe de asigurare, cu prime între 15 şi 20% din suma asigurată, primă care a scăzut la 10% prin secolul al XV-lea. Într-un contract tipic din arhivele neguţătorului Francesco Datini (cca 1335-1410) se stipulează că asiguratorul e de acord să-şi asume riscurile pe care le ridică „Dumnezeu, marea, navele de război, focul, nevoia de a arunca marfa peste bord, condamnarea la închisoare ordonată de prinţi, oraşe sau de oricare altă persoană, răzbunările, arestul sau oricare altfel de pierdere, pericol, nenoroc, piedică sau sinistru care s-ar putea ivi, cu excepţia greşelilor de depozitare a mărfii şi vămuirii", până când bunurile asigurate sunt descărcate în siguranţă la destinaţie[13]. Treptat, aceste contracte au ajuns să fie standardizate, standard care a supravieţuit timp de secole după ce a fost încorporat în *lex mercatoria* (legea negoţului). Dar aceia nu erau asiguratori specializaţi, ci negustori care erau şi ei angajaţi în comerţ pe cont propriu.

De pe la sfârşitul secolului al XVII-lea, un fel de piaţă consacrată asigurărilor a început să se înfiripe la Londra. Bineînţeles că oamenii se gândeau mai ales la Marele Incendiu din 1666 care a distrus mai bine de 13.000 de locuinţe*. Paisprezece ani mai târziu, Nicholas Barbon a înfiinţat prima companie de asigurări. Cam la aceeaşi vreme a început să se contureze o piaţă specializată a asigurărilor maritime în cafeneaua lui Edward Lloyd din Tower Street (mai târziu Lombard Street), din Londra. Între anii 1730 şi anii 1760 a devenit ceva obişnuit practica de a face schimb de informaţii la cafeneaua lui Lloyd, până când, în 1774, la Royal Exchange s-a format Society of Lloyd's, din care la început făceau parte şaptezeci şi nouă de membri pe viaţă, fiecare plătind o subscripţie de 15 lire sterline. În comparaţie cu companiile comerciale înregistrate oficial de mai înainte, Lloyd's era o întreprindere deloc complexă, o asociere de participanţi la comerţ neînregistrată oficial. Răspunderea subscriptorilor (care îşi treceau la propriu numele la sfârşitul contractelor de asigurare şi au fost cunoscuţi mai apoi sub denumirea de Numele de la Lloyd's) era nelimitată. Iar înţelegerile financiare erau de tipul *pay-as-you-go*, cum s-ar spune astăzi, adică esenţa înţelegerii era de a colecta suficiente prime pentru a acoperi plăţile din acel an şi a mai rămâne şi o marjă de profit. Răspunderea limitată a apărut în sistemul de asigurări odată cu înfiinţarea Biroului de Asigurări al lui Sun (1710), specialist în asigurări împotriva incendiilor, şi, zece ani mai târziu (la apogeul Bulei Mării Sudului), prin Royal Exchange Assurance Corporation şi London Assurance Corporation, care s-au concentrat

* Tendinţa omului de a închide uşa grajdului abia după ce caii au fugit este bine ilustrată de istoria asigurărilor împotriva incendiilor. Abia *după* incendiul din New York din 1835 statele americane au început să insiste ca şi companiile de asigurări să păstreze rezerve adecvate. Abia *după* incendiul de la Hamburg din 1842 reasigurarea a apărut ca un mijloc pentru companiile de asigurări de a suporta împreună riscul unor dezastre majore.

pe asigurări de viață și maritime. Însă toate cele trei firme operau în sistemul *pay-as-you-go* (plăți din încasări curente). Cifrele de la London Assurance arată că veniturile la prime erau mai mari decât plățile făcute, dar asta nu întotdeauna, în perioada războaielor cu Franța ambii indicatori înregistrând valori cu vârfuri imense. (Și asta nu era doar pentru că înainte de 1793 asiguratorii de la Londra acopereau și riscurile negustorilor francezi[14]. În perioadele de pace această practică era reluată, așa încât în ajunul Primului Război Mondial cele mai multe nave comerciale germane erau asigurate la Lloyd's.[15])

În perioada medievală au existat și asigurări de viață. Registrele negustorului florentin Bernardo Cambi conțin referințe privind asigurarea de viață pentru papă (Nicolae al V-lea), pentru dogele Veneției (Francesco Foscari) și regele Aragonului (Alfonso al V-lea). Totuși, se pare că acestea erau doar ceva mai mult decât niște pariuri, comparabile cu pariurile pe care le făcea Cambi la cursele de cai[16]. Și, cu adevărat, toate aceste forme de asigurare – chiar și cele mai sofisticate asigurări maritime – erau în fapt o formă de joc de noroc. Încă nu exista o bază teoretică adecvată pentru evaluarea riscului pe care-l garantau. Apoi, începând de prin 1660 a fost creată și această bază în valul de inovații intelectuale ale epocii. În esență au fost șase descoperiri fundamentale:

1. *Probabilitatea*. Matematicianul francez Blaise Pascal a atribuit revelația acesteia (publicată în lucrarea lui Pascal *Ars cogitandi*) unui călugăr de la Port-Royal: „Teama de o daună ar trebui să fie proporțională nu numai cu gravitatea daunei, ci și cu probabilitatea unui astfel de eveniment". Pascal și prietenul său Pierre de Fermat se jucau de ani buni cu probleme de probabilitate, dar pentru evoluția sistemului de asigurări acestea erau puncte esențiale.
2. *Speranța de viață*. În același an în care apărea *Ars cogitandi* (1662), John Graunt își publica lucrarea „Natural and Political Observations... Made upon the Bills of Mortality", unde încerca să estimeze probabilitatea de deces din anumite cauze particulare pe baza unor statistici oficiale londoneze privind mortalitatea. Însă datele lui Graunt nu includeau și vârsta la momentul morții, limitându-se doar la concluziile ce puteau fi reținute din aceste decese. Dar descoperirea crucială a fost făcută de colegul său membru al Societății Regale, Edmund Halley, care s-a folosit de datele furnizate societății de orașul prusac Breslau (astăzi Wrocław din Polonia). Tabelul de supraviețuire al lui Halley, bazat pe 1.238 de nașteri și 1.174 de decese înregistrate, arătau șansele de a nu muri într-un an: „Șansele de a nu muri în decurs de un an ale unui bărbat de 20 de ani sunt de 100 la 1, dar numai de 38 la 1 pentru un bărbat de 50 de ani...". Acest mod de gândire avea să fie una dintre pietrele fundamentale ale calculului matematic actuarial[17].
3. *Certitudinea*. Jacob Bernoulli a propus în 1705 ideea că, „în condiții similare, incidența (sau nonincidența) unui eveniment în viitor va urma același model care a fost observat în trecut". Legea Numerelor Mari elaborată de el susținea că interferențele puteau fi configurate cu un oarecare grad de certitudine – de exemplu, conținutul unui borcan umplut cu două feluri de bile pe baza unui eșantion. Această lege furnizează baza pentru conceptul de semnificație statistică și formulări moderne ale probabilităților la anumite niveluri de încredere (de exemplu, afirmația că între 30% și 40% din bilele din borcan sunt albe la un nivel de încredere de 95% înseamnă că, pentru 95% din cazuri, adevărata proporție se situează între cele două valori).
4. *Distribuția normală*. Abraham de Moivre a fost cel care a arătat că rezultatele oricărui proces repetitiv pot fi distribuite de-a lungul unei curbe conform variabilității sale în jurul deviației medii sau standard. Moivre scria în 1733: „Deși șansa produce

iregularități, sorții sunt indefinit de mari pentru ca, în decursul timpului, acele iregularități să nu aibă o influență asupra recurenței de același ordin care rezultă în mod natural din curba originală". Curba în formă de „clopot" pe care am văzut-o în capitolul 3 reprezintă distribuția normală, în care 68,2% din șanse sunt în limitele deviației standard a mediei (plus sau minus).

5. *Utilitatea*. În 1738, matematicianul elvețian Daniel Bernoulli a propus ca „valoarea unui bun să nu fie bazată pe prețul său, ci mai degrabă pe utilitatea pe care o servește" și că „utilitatea care rezultă din orice creștere cât de mică a averii va fi invers proporțională cu cantitatea bunurilor avute înainte" – cu alte cuvinte, 100 de dolari valorează mai mult pentru cineva cu câștiguri medii decât pentru managerul unui fond speculativ.
6. *Inferența*. În lucrarea sa „Essay Towards Solving a Problem in the Doctrine of Chances" (publicată postum în 1764), Thomas Bayes și-a pus următoarea problemă: „Știindu-se de câte ori s-a întâmplat un eveniment necunoscut care a eșuat, se cere să se afle șansa ca probabilitatea petrecerii lui dintr-o singură încercare să se situeze între două grade de probabilitate care să poată fi numite". Soluția sa pentru această problemă – „Probabilitatea oricărui eveniment este raportul între valoarea la care ar trebui calculată o așteptare în funcție de întâmplarea evenimentului și valoarea lucrului așteptat după ce s-a întâmplat" – anticipează formularea modernă după care utilitatea așteptată este probabilitatea ca un eveniment să determine beneficiul primit în cazul acelui eveniment[18].

Pe scurt, nu negutătorii, ci matematicienii au fost adevărații părinți ai sistemului asigurărilor moderne. Dar a fost nevoie de niște clerici pentru a transforma teoria în practică.

Cimitirul franciscan Greyfriars Kirkyard, de pe colina aflată în inima orașului Edinburgh, este cunoscut astăzi datorită poveștii lui Greyfriers Bobby, un devotat skye terrier care a refuzat să părăsească mormântul stăpânului său, precum și din pricina jefuitorilor de morminte – așa-numiții „oameni ai reînvierii" –, care, pe la începutul secolului al XIX-lea, se duceau acolo pentru a furniza cadavre în vederea disecției, cadavre cerute de Facultatea de Medicină a Universității din Edinburgh. Dar importanța călugărilor franciscani în istoria finanțelor rezidă și în lucrările matematice timpurii ale slujitorilor bisericii: Robert Wallace și prietenul său Alexander Webster, preot al bisericii la Tolbooth. Împreună cu Colin Maclaurin, profesor de matematică la Edinburgh, au avut meritul de a crea primul fond mutual de asigurări, bazat pe o corectă evaluare a speranței de viață și principii financiare, și nu pe jocuri negustorești de noroc.

Wallace și Webster locuiau în Auld Reekie, numele sub care era cunoscută pe atunci urât mirositoarea capitală a Scoției, și și-au dat seama de fragilitatea condiției ființei omenești. Ei au reușit să trăiască până la o vârstă respectabilă: 74 și, respectiv, 75 de ani. Dar Maclaurin a murit la numai 48 de ani, după ce a căzut de pe cal și a avut de îndurat multe în încercarea de a scăpa de iacobiți în timpul revoltei din 1745. La mijlocul veacului al XVIII-lea, invazia papistașilor highlanderi a fost doar una dintre nenorocirile pe care le-au avut de înfruntat locuitorii orașului Edinburgh. E greu de crezut că speranțele medii de viață la naștere erau mai ridicate decât în Anglia, unde erau de exact 37 de ani înainte de anii 1800. S-ar putea să fi fost la fel de rău ca în Londra, unde era de doar 23 de ani la sfârșitul secolului al XVIII-lea, poate chiar mai rău, ținând cont de notoria lipsă de igienă din capitala scoțiană[19]. Lui Wallace și Webster li se părea că un anumit grup

era, în mod deosebit, vulnerabil la consecinţele morţii premature. Conform Legii Ann (1672), văduva şi copiii unui slujitor al Bisericii Scoţiei nu primeau decât salariul pe jumătate de an în anul morţii acestuia. După aceea îi aştepta sărăcia. O soluţie de sprijin a fost pusă la cale de episcopul de Edinburgh în 1711, dar în sistemul tradiţional de plată : pe măsura posibilităţilor. Wallace şi Webster ştiau foarte bine că numai atât nu era suficient.



Spiritul asigurării : Alexander Webster predicând la Edinburgh

Suntem tentaţi să socotim clerul scoţian ca fiind simbolul prudenţei şi al zgârceniei, cântărite dinainte de o iminentă judecată divină care pedepseşte şi cel mai mic păcat. În fapt, Robert Wallace era un băutor inveterat, dar şi un uluitor matematician, căruia îi plăcea să dea gata o carafă de vin roşu laolaltă cu câţiva prieteni însetaţi ca o sugativă, la Clubul Rankenian, ai cărui membri se adunau la ceea ce pe vremea aceea era Ranken's Inn*. Porecla lui Alexander Webster era Bonum Magnum şi se spunea că „nu stătea în puterea băuturii să-i afecteze doctorului Webster nici judecata, nici mersul". Dar nimeni nu era mai treaz ca el când venea vorba de calcularea speranţei de viaţă. Iar planul pus la cale de Webster şi Wallace era ingenios, dovedind că cei doi erau atât produsul Iluminismului scoţian din secolul al XVIII-lea, cât şi al Reformei Calviniste de dinaintea sa. În loc ca preoţii să plătească o cotizaţie anuală pentru ajutorarea văduvelor şi orfanilor la moartea preoţilor, ei au susţinut ideea ca acea cotizaţie să fie folosită pentru crearea unui fond care să fie investit în mod profitabil. Văduvele şi orfanii ar fi primit în felul

* Şi Wallace era membru al Societăţii Filosofice din Edinburgh, căreia i-a prezentat lucrarea sa „Dissertation on the Numbers of Mankind in Ancient and Modern Times", lucrare care în anumite privinţe o anticipează pe cea a lui Malthus *Eseu asupra principiului populaţiei*.

acesta dobânda la acea investiţie, nu numai suma cotizată. Iar pentru ca planul acesta să funcţioneze, era nevoie să se calculeze cât mai exact câţi beneficiari ai acestui proiect vor fi în viitor şi câţi bani vor fi realizaţi pentru sprijinirea lor. Încă şi acum specialiştii moderni în evaluarea speranţei de viaţă se minunează de precizia calculelor lui Webster şi Wallace[20]. Pe o ciornă de la început, Wallace scria: „Doar experienţa singură şi un calcul bine gândit pot determina suma proporţională pe care urmează s-o primească văduva după moartea soţului ei, dar un început ar putea fi socotind o triplare a sumei pe care o plăteşte soţul [anual] pe timpul vieţii sale...". Apoi Wallace s-a aplecat asupra datelor pe care el şi Webster au reuşit să le adune de la casele parohiale din toată Scoţia. Se pare că ar fi putut fi cam „930 de preoţi în viaţă în permanenţă":

şi făcând noi o medie în ultimii douăzeci de ani, am găsit că 27 [din 930] de preoţi mor în fiecare an, 18 dintre ei lasă în urmă văduve, 5 dintre ei copii fără văduve, 2 numai văduve, dar şi copii dintr-o căsătorie de dinainte, sub vârsta de 16 ani; şi când se adună numărul tuturor văduvelor, 3 dintre supravieţuitoare vor muri sau se vor căsători, lăsând copii sub 16 ani.

La început Wallace estimase că numărul maxim de văduve existente în permanenţă ar fi de 279, dar Maclaurin a reuşit să corecteze numărul acestora, susţinând că era greşit să se presupună un număr constant al ratei mortalităţii văduvelor, pentru că nu toate vor fi de aceeaşi vârstă. Pentru a ajunge la cifra corectă, superioară, el s-a aplecat asupra tabelelor lui Halley[21].

Iar timpul avea să fie testul corectitudinii calculelor lor. Conform versiunii finale a planului lor, fiecare preot urma să plătească o cotizaţie anuală între 2 lire, 12 şilingi şi 6 penny şi 6 lire, 11 şilingi şi 3 penny (se putea alege între patru niveluri de cotizaţie). Veniturile urmau apoi să fie folosite pentru formarea unui fond care să fie investit cu folos (iniţial sub formă de împrumuturi tinerilor preoţi), pentru a obţine suficient profit pentru a plăti asigurări de viaţă noilor văduve între 10 şi 25 de lire sterline, în funcţie de cotizaţia plătită, şi care să acopere şi costurile administrării fondului. Cu alte cuvinte, „Fondul pentru o Asigurare a Văduvelor şi Copiilor Preoţilor Bisericii Scoţiei" a fost primul fond de asigurări care opera conform principiului maximului, adunând capital până când contribuţiile şi dobânzile aveau să fie suficiente pentru a plăti maximum de asigurări de viaţă şi cheltuieli posibile. Dacă calculele erau greşite, atunci fondul avea fie să producă mai mult decât fusese gândit, fie, mai problematic, mai puţin decât suma necesară. După cel puţin cinci încercări de a evalua rata creşterii fondului, Wallace şi Webster au fost de acord cu cifrele care estimau o creştere de la 18.620 de lire sterline la demararea sa în 1748 la 58.348 de lire sterline în 1765. Şi în estimarea lor au greşit cu doar o liră sterlină. În 1765, capitalul liber al fondului era de 58.347 de lire sterline. Şi atât Wallace, cât şi Webster au avut şansa să trăiască să-şi vadă calculele validate.

În 1906, Alfred Manes, expert german în asigurări, definea în mod concis asigurările drept:

O instituţie economică bazată pe principiul mutualităţii, constituită cu scopul de a realiza un fond a cărui necesitate reiese din evenimentele a căror probabilitate poate fi estimată[22].

Fondul Scottish Ministers' Widows a fost primul fond de acest fel, iar înfiinţarea sa a fost o piatră fundamentală în istoria finanţelor. A stabilit un model nu doar pentru clerul scoţian, ci pentru toţi cei care voiau să se asigure în eventualitatea unei morţi premature.

Foaie de calcul a fondului inițial Scottish Ministers' Widows (1)

Foaie de calcul a fondului inițial Scottish Ministers' Widows (2)

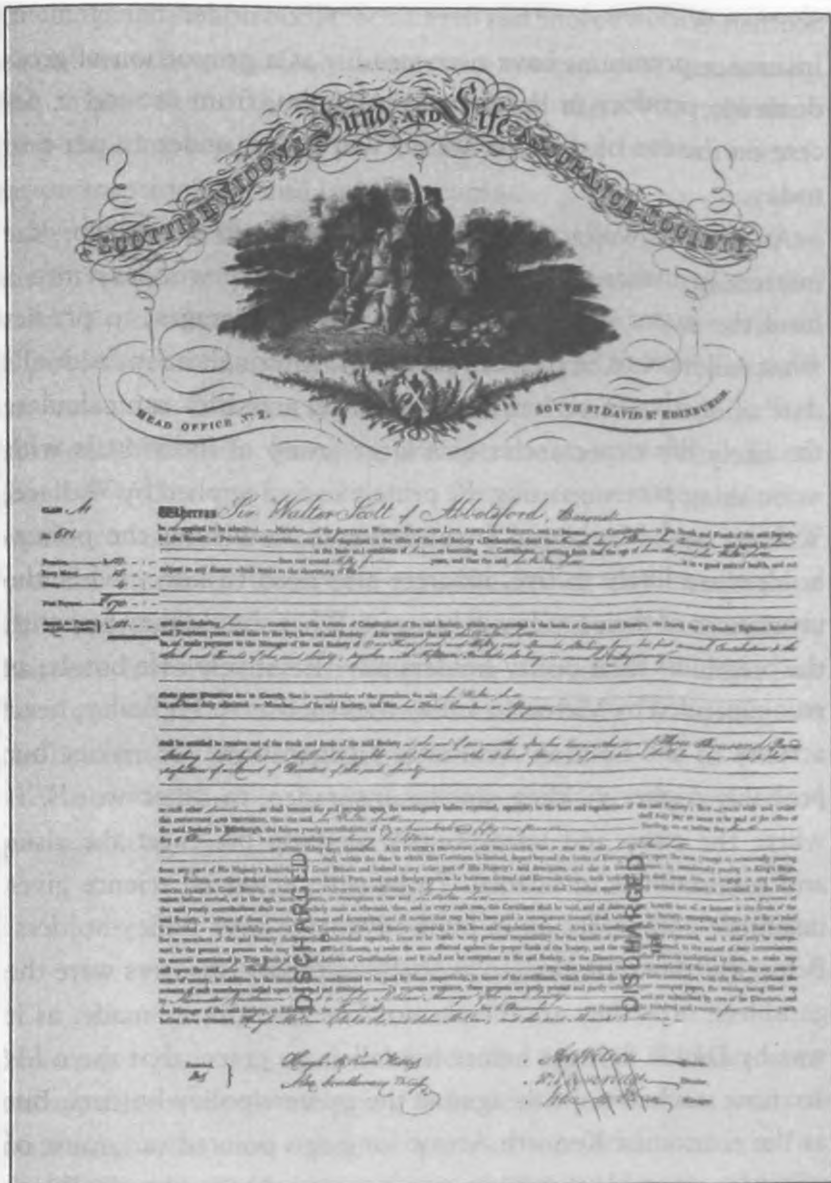
Chiar înainte ca acest fond să funcţioneze pe deplin, universităţile din Edinburgh, Glasgow şi St Andrews au făcut cereri pentru a se asocia la fond. În următorii douăzeci de ani au răsărit fonduri după acelaşi model în toată lumea anglofonă, printre care şi Fondul Preoţilor Prezbiterieni din Philadelphia (1761), English Equitable Company (1762) sau United Incorporations of St Mary's Chapel (1768), care făcea asigurări pentru văduvele meşterilor scoţieni. La 1815, principiul asigurării de viaţă ajunsese atât de răspândit, încât a fost adoptat chiar şi pentru bărbaţii care şi-au pierdut viaţa în războiul împotriva lui Napoleon. Şansa unui soldat de a fi ucis la Waterloo era în mare de 1 la 4. Dar dacă era asigurat, avea consolarea să ştie că şi în cazul în care îşi va da sufletul pe câmpul de bătălie, soţia şi copiii lui nu vor fi aruncaţi în stradă (dând astfel un nou sens expresiei „a te asigura"). Pe la mijlocul secolului al XIX-lea, a fi asigurat era un semn de respectabilitate, ca şi acela de a merge la biserică duminica. Chiar şi scriitorii, care în general nu sunt cunoscuţi pentru prudenţa lor financiară, puteau să adere la un astfel de fond. Sir Walter Scott[23] şi-a luat şi el o poliţă, în 1826, pentru a-şi asigura creditorii că îşi vor căpăta banii în eventualitatea că ar fi murit*. Un fond care la început a fost creat pentru a veni în sprijinul văduvelor câtorva sute de slujitori ai Bisericii s-a dezvoltat treptat în aşa măsură încât a devenit fondul de asigurări şi pensii Scottish Widows, aşa cum îl cunoaştem astăzi. Deşi acum e o altă instituţie de servicii financiare, după ce a fost preluat de Lloyd's Bank în 1999, Scottish Widows a devenit un exemplu clasic al beneficiilor datorate cumpătării calviniştilor şi mulţumită, nu în mică măsură, uneia dintre cele mai de succes campanii de promovare din istoria finanţelor**.

Nimeni nu anticipa în anii 1740 că, prin creşterea constantă a numărului de oameni care cotizau, companiile de asigurări şi rudele lor apropiate – fondurile de pensii – vor evolua atât de mult încât să ajungă printre cei mai importanţi investitori din lume – aşa-numiţii investitori instituţionali care domină astăzi piaţa financiară mondială. După al Doilea Război Mondial, când companiilor de asigurări li s-a permis să înceapă să investească în piaţa bursieră, acestea au smuls rapid o bucată consistentă din economia britanică, ajungând la mijlocul anilor 1950 să deţină o treime din companiile importante din Regatul Unit[24]. În momentul de faţă, numai Scottish Widows gestionează mai bine de 100 de miliarde de lire sterline. Primele de asigurare au crescut şi ele continuu ca procent din produsul intern brut în ţările dezvoltate, ajungând de la 2% în ajunul Primului Război Mondial la doar ceva mai puţin de 10% astăzi.

---

* Scott a fost victima crizei financiare declanşate de prima criză latino-americană a datoriilor (vezi capitolul 2). Probabil a fost şi victima propriului apetit pentru imobiliare. Pentru a-şi finanţa cheltuielile pentru iubitul său domeniu de la Abbotsford, autorul a devenit comanditar la tipografiile care-i publicau cărţile, la James Ballantyne and Co. şi la editura asociată John Ballantyne & Co. El investise şi la propriul editor, Archibald Constable, socotind că profitul din această investiţie de capital va fi depăşi drepturile de autor obişnuite. A păstrat secretul acestor afaceri, socotind că profiturile acestora ar fi incompatibile cu calitatea sa de funcţionar la Înalta Curte a Scoţiei şi de şerif. Falimentul din 1825 al firmelor Ballantyne şi Constable l-a lăsat pe Scott cu o datorie între 117.000 şi 130.000 de lire sterline. Decât să-şi vândă domeniul de la Abbotsford, Scott a jurat să reuşească prin scris să iasă la lumină. A reuşit, dar cu costuri considerabile pentru propria sănătate, el murind în 1832. Dacă ar fi murit mai înainte, creditorii ar fi fost beneficiarii poliţei sale de la Scottish Widows.

** Originalul reclamei din 1986 a fost fotografiat de David Bailey, prezentând-o pe fata actorului Roger Moore, Deborah, ca făcând neverosimil aluzie la Scottish Widows.



Poliţa de asigurare de viaţă a lui sir Walter Scott

După cum a intuit Robert Wallace acum mai bine de 250 de ani, în asigurări mărimea contează, pentru că, cu cât vor fi mai mulţi oameni care contribuie la fond, cu atât mai uşor va fi, ţinând cont de legea statistică a mediilor, să se estimeze cât va trebui să plătească fondul în fiecare an. Deşi nimeni nu poate şti dinainte data decesului, statisticienii companiilor de asigurări pot calcula cu precizie uimitoare speranţa medie de viaţă a unui grup mare de oameni folosind principiile utilizate pentru prima dată de Wallace, Webster şi Maclaurin. Asiguratorii trebuie să ştie nu numai cât vor trăi deţinătorii de poliţe de asigurare, ci şi cât profit vor aduce investiţiile fondului. Ce ar trebui ei să cumpere cu

primele de asigurare pe care le plătesc deţinătorii de poliţe? Obligaţiuni de stat în general destul de sigure, după cum recomandau autorităţile din epoca victoriană, cum ar fi A.H. Bailey, şeful statisticienilor de asigurări de la London Assurance Corporation? Sau acţiuni la bursă, mai riscante, dar mai profitabile? Cu alte cuvinte, asigurările există exact acolo unde riscurile şi nesiguranţa vieţii de fiecare zi se întâlnesc cu riscurile şi nesiguranţa lumii financiare. Cu siguranţă, ştiinţa statisticii speranţei de viaţă le oferă companiilor de asigurări un avantaj intrinsec faţă de deţinătorii de poliţe. Dacă înainte de zorii teoriei moderne a probabilităţilor asiguratorii erau jucătorii, acum ei sunt cazinoul. Se poate demonstra, aşa cum a făcut-o Dickie Scruggs înainte de a cădea în dizgraţie, că şansele sunt acum, pe nedrept, împotriva clienţilor-deţinători ai poliţelor de asigurare. Dar, după cum sublinia cu multă vreme în urmă Kenneth Arrow, cei mai mulţi dintre noi preferă să participe la un joc în care au 100% şansa unei pierderi mărunte (primele noastre anuale) şi o şansă mică a unui câştig consistent (despăgubiri ale poliţei de asigurare după un dezastru), decât un joc în care au 100% şansa unui câştig mărunt (deci fără să plătească prime), dar şi şansa nesigură a unei pierderi uriaşe (nici un fel de despăgubiri după un dezastru). De aceea chitaristul Keith Richards şi-a asigurat degetele şi Tina Turner picioarele. Numai în cazul în care companiile de asigurări vor evita sistematic să plătească celor care au pariat pe ele, doar atunci reputaţia de cumpătare scoţiană se va transforma într-o reputaţie de avariţie şi lipsă de scrupule.

Totuşi există o nedumerire. Ca inventatori ai sistemului modern de asigurări, este normal ca britanicii să fie cei mai asiguraţi oameni din lume, plătind mai bine de 12% din produsul intern brut sub formă de prime de asigurare, cam cu o treime mai mult decât cheltuie americanii pe asigurări şi de aproape două ori mai mult decât cheltuie germanii[25]. Dar dacă ne gândim puţin, apare întrebarea: de ce întâmplă aşa? Spre deosebire de Statele Unite, în Marea Britanie rar se pomenesc cazuri de vreme extremă; în toată viaţa mea am fost martorul unei singure furtuni, în octombrie 1987, care să se apropie de violenţa unui uragan. Nici un oraş britanic nu se află pe vreo falie tectonică, aşa cum se întâmplă cu oraşul San Francisco. Iar în comparaţie cu Germania, istoria Marii Britanii, de la înfiinţarea fondului Scottish Widows, a cunoscut o miraculoasă stabilitate politică. Atunci de ce atât de mulţi britanici apelează la asigurări?

Răspunsul rezidă în creşterea şi căderea unei forme alternative de protecţie împotriva riscului: statul asistenţial.

De la stat războinic la stat asistenţial

Indiferent câte fonduri private de felul Scottish Widows s-ar fi înfiinţat, întotdeauna aveau să fie oameni care să nu aibă acces la asigurări, care erau fie prea săraci, fie prea nevolnici ca să economisească pentru ziua de mâine. Iar grupul acesta de oameni era unul foarte problematic: depindeau de mila publică sau de azilul de săraci. La azilul de săraci Marylebone de pe Nurthumberland Street din Londra, „sărmanii loviţi de neputinţele bătrâneţii şi orbi" ajungeau şi la 1.900 în vremuri de restrişte. Când vremea devenea mai crâncenă şi se găsea mai puţin de lucru, iar mâncarea era mai greu de găsit, tot felul de „ocazionali" se supuneau unui regim ca de puşcărie. *Illustrated London News* zugrăvea următorul tablou în 1867:

> Sunt puşi să se spele cu apă fierbinte şi rece şi săpun din belşug, primesc un sfert de kilogram de pâine şi jumătate de litru de fiertură drept cină; după care li se iau veşmintele la spălat şi la dezinfectat cu fum, li se dau cămăşi de noapte călduroase şi sunt trimişi la culcare. Li se citesc rugăciuni din Biblie; se menţine o strictă linişte pe tot parcursul nopţii în dormitoare... Paturile sunt nişte saltele umplute cu fibre de la prelucrarea nucilor-de-cocos, perne umplute

cu fulgi şi câteva pături. Vara la ora şase dimineaţa şi iarna la şapte sunt treziţi şi li se porunceşte să treacă la muncă. Femeile sunt puse să curețe încăperile sau să aleagă câlţi ; bărbaţii să spargă piatră, dar nimeni nu mai rămâne aici după patru ceasuri de la micul dejun, care e la fel ca şi cina. Dimineaţa li se înmânează veşmintele dezinfectate şi despăducheate, iar celor care doresc să şi le cârpească li se dau ace, aţă şi petice în acest scop. Dacă sunt bolnavi, sunt consultaţi de agentul medical al azilului ; dacă sunt prea bolnavi ca să muncească sunt admişi la infirmerie.





Două scene dintr-un azil de săraci din Londra, 1902 : pentru obţinerea câlţilor trebuiau dărăcite fibre din sfori vechi de cânepă pentru a fi refolosite în construcţia navală

Autorul acestor informaţii conchide: „«Ocazionalul» nu va avea nimic a se plânge... Nici măcar un sobor de buni samariteni nu ar putea face mai mult pentru el"[26]. Totuşi, pe la sfârşitul secolului al XIX-lea a început să-şi facă loc sentimentul că aceşti defavorizaţi ai soartei merită ceva mai mult. Şi astfel au început să încolţească mlădiţele unei noi abordări a problematicii riscului, mlădiţe care aveau să crească apoi în conceptul de stat asistenţial. Aceste sisteme guvernamentale de asigurări erau menite să valorifice eficienţa economică de vârf pentru asigurarea efectivă a fiecărui cetăţean de la naştere până la moarte.

Suntem tentaţi să credem că statul asistenţial a fost o invenţie britanică. De asemenea, suntem înclinaţi să credem că a fost o invenţie socialistă sau cel puţin liberală. În fapt, primul sistem obligatoriu de asigurări garantate de stat pentru sănătate şi bătrâneţe a fost introdus nu în Marea Britanie, ci în Germania, exemplu urmat şi de britanici, dar cu douăzeci de ani mai târziu. Scopul legislaţiei de asigurări sociale promovate de Otto von Bismarck în 1880, după cum singur subliniază, era „de a pune în mintea masei mari de oameni sărmani fără o proprietate ideea de protecţie care se naşte din conştiinţa dreptului la pensie". În concepţia lui Bismarck „e mult mai uşor să conduci un om care ştie că are o pensie pentru anii de bătrâneţe decât unul care e lipsit de această perspectivă". Spre surprinderea adversarilor săi liberali, Bismarck a recunoscut deschis că aceasta era „ideea unui stat socialist! Majoritatea trebuie să se străduiască să-i asiste pe sărmani". Dar motivele lui erau departe de a se fi născut din sentimente altruiste. El declara: „Cine îmbrăţişează aceste idei va ajunge la putere"[27]. Marea Britanie a urmat exemplul lui Bismarck abia în 1908, când ministrul liberal de Finanţe, David Lloyd George, a introdus o pensie de stat modestă pentru cei cu vârste mai mari de 70 de ani. A urmat promulgarea în 1911 a Legii Asigurărilor Naţionale de Sănătate. Deşi era om de stânga, Lloyd George împărtăşea vederile lui Bismarck, conform cărora cei care aveau să adopte astfel de măsuri vor câştiga voturi într-un sistem în care masa alegătorilor devenea rapid tot mai largă. Cei bogaţi erau depăşiţi ca număr de cei săraci. Când Lloyd George a mărit taxele pentru a plăti pensiile de stat, şi-a numit bugetul din 1909 „Bugetul Poporului".

Dacă ideea statului asistenţial a fost concepută în luptele politice, ea a ajuns la maturitate în timpul războiului. Primul Război Mondial a extins implicarea statului în aproape toate domeniile. După ce submarinele germane au trimis la fundul oceanului nu mai puţin de 7.759.000 de tone-registru de nave comerciale, s-a văzut limpede că nici o companie privată de asigurări maritime nu mai era în stare să acopere riscurile de război. De fapt, standardele politicii Lloyd's fuseseră deja modificate (în 1898) în aşa fel încât să elimine asigurările în cazul „consecinţelor ostilităţilor sau operaţiunilor de război" (aşa-numita clauză „în afara cazului de capturare sau confiscare"). Dar chiar şi acele prevederi care fuseseră modificate pentru a exclude excepţia au fost anulate în momentul în care a izbucnit războiul[28]. În acest moment a intervenit statul, în fapt naţionalizând navele comerciale, cum a fost cazul în Statele Unite[29], ceea ce (după cum se poate bănui) le-a permis companiilor de asigurări să pretindă că orice daune aduse navelor între 1914 şi 1918 erau o consecinţă a războiului[30]. După reinstaurarea păcii, în Marea Britanie politicienii s-au grăbit să atenueze efectele demobilizării asupra pieţei muncii prin introducerea în 1920 a Planului de Asigurări în Caz de Şomaj[31]. Acest proces s-a repetat şi în timpul, şi după al Doilea Război Mondial. Varianta britanică a asigurărilor sociale s-a extins sub egida Raportului Comitetului Interdepartamental asupra Asigurărilor Sociale şi Serviciilor Aliate din 1942, comitet al cărui preşedinte era economistul William Beveridge, care recomanda un asalt susţinut asupra „nevoinţelor, bolii, ignoranţei, sărăciei şi lenei" prin intermediul unor planuri elaborate de stat. Într-un discurs radiodifuzat din martie 1943, Churchill sintetiza aceste măsuri astfel: „asigurări obligatorii naţionale pentru toate clasele sociale, pentru toate cazurile, de la leagăn până la mormânt"; abolirea şomajului prin politici guvernamentale care aveau să „exercite asupra dezvoltării

o influenţă de echilibrare care poate fi stimulată sau redusă, după cum o cer împrejurările" ; „un mai larg câmp de extindere a implicării statului în domeniul proprietăţii şi întreprinderilor" ; furnizarea în mai mare măsură de locuinţe de către stat ; reforme în instituţiile de stat din domeniul educaţiei şi extinderea în mai mare măsură a serviciilor de sănătate şi asistenţă socială[32].





Bărbaţi luând masa la azilul de săraci St Marylebone. E posibil ca, pentru pensionarii azilului, dreptatea şi bunătatea lui Dumnezeu să nu fi fost evidente

Argumentele pentru asigurările de stat s-au extins dincolo de echitatea socială. În primul rând, asigurările de stat pot interveni acolo unde asiguratorii privaţi nu îndrăznesc să păşească. În al doilea rând, asigurările universale şi adesea obligatorii eliminau necesitatea unor campanii costisitoare de publicitate şi vânzări. Iar apoi, după cum observa o autoritate importantă din domeniu în anii 1930, „un număr cât mai mare ar trebui să formeze nişte indicatori medii mai stabili pentru experienţa statistică"[33]. Cu alte cuvinte, asigurările de stat valorificau creşterea eficienţei economice; şi atunci de ce să n-o faci cât mai cuprinzătoare? Entuziasmul cu care a fost întâmpinat Raportul Beveridge nu numai în Marea Britanie, ci şi pe plan mondial ne ajută să explicăm de ce ideea statului asistenţial poartă în continuare marca „Made in Britain". Totuşi, prima superputere care a adoptat ideea asistenţei sociale şi a dus mai departe, cu cel mai mare succes, principiile acestei idei nu a fost Marea Britanie, ci Japonia. Şi nimic nu ilustrează mai bine legăturile intime dintre statul asistenţial şi statul războinic decât experienţa japoneză.

În prima jumătate a secolului XX, dezastrele s-au ţinut lanţ în Japonia. Pe 1 septembrie 1923, un extraordinar cutremur (7,9 grade pe scara Richter) a lovit regiunea Kanto, devastând oraşele Yokohama şi Tokyo. Mai bine de 128.000 de locuinţe s-au prăbuşit cu totul, cam tot atâtea au fost dărâmate pe jumătate, 900 au fost măturate de valuri şi aproape 450.000 au ars complet în incendiile care au izbucnit aproape imediat după cutremur[34]. Japonezii erau asiguraţi: între 1879 şi 1914, pornind de la zero, industria lor de asigurări devenise un sector foarte energic al economiei, oferind asigurări în cazul accidentelor pe mare, decesului, incendiilor, recrutării, accidentelor de circulaţie şi jafului, ca să amintim doar câteva din cele treisprezece forme distincte de asigurare pe care le vindeau mai bine de treizeci de companii. De exemplu, în anul în care a avut loc cutremurul, cetăţenii Japoniei cumpăraseră noi asigurări de 699.634.000 de yeni (328 de milioane de dolari) valabile pentru anul 1923, cu o valoare medie de 1.280 de yeni (600 de dolari) pe poliţă[35]. Însă pierderile totale provocate de cutremur erau în jur de 4,6 miliarde de dolari. Şase ani mai târziu, Japonia a fost lovită de Marea Depresiune, care a împins unele regiuni rurale la marginea foametei (la acea vreme, 70% din populaţie era angrenată în agricultură, din care 70% deţineau doar un acru şi jumătate de teren pe care-l cultivau)[36]. În 1937, Japonia a pornit un foarte costisitor şi inutil război de cucerire în China. Apoi, în decembrie 1941, a început un război împotriva colosului economic al lumii, Statele Unite, plătind cel mai scump preţ la Hiroshima şi Nagasaki. În afară de faptul că a pierdut trei milioane de oameni în încercarea de a crea un imperiu, la sfârşitul anului 1945, valoarea întregului stoc de acţiuni guvernamentale ale Japoniei fusese redusă la zero de bombardierele americane. În total, conform US Strategic Bombing Survey, cel puţin 40% din zonele construite a mai bine de şaizeci de oraşe au fost distruse; au fost distruse 2,5 milioane de locuinţe, 8,3 milioane de locuitori rămânând fără adăpost[37]. Practic, singurul oraş care a supravieţuit intact, deşi nu fără unele pagube, a fost Kyoto, fosta capitală imperială – oraş care şi acum întruchipează etosul Japoniei premoderne, unul dintre puţinele locuri unde se mai pot vedea casele tradiţionale de lemn cunoscute sub numele de *machiya*. O singură privire la aceste structuri fragile, cu uşi glisante, paravane de hârtie, grinzi lăcuite şi saltele de pai ne lămureşte de ce oraşele japoneze erau atât de vulnerabile la incendii.

Şi în Japonia, ca în mai toate ţările combatante, lecţia era limpede: lumea e un loc prea plin de primejdii pentru ca asigurările private să le poată face faţă. (Chiar şi în Statele Unite, guvernul federal a preluat 90% din riscurile daunelor de război prin Corporaţia Daunelor de Război, una dintre cele mai profitabile instituţii de stat din istorie pentru motivul evident că în partea continentală a Statelor Unite nu s-au înregistrat nici un fel de daune de război.)[38] Chiar şi în cazul celor mai bune intenţii din lume, nu e de

conceput ca persoane private să se asigure împotriva aviaţiei militare a Statelor Unite. Aproape pretutindeni răspunsul a fost ca guvernul să preia această sarcină, de fapt să naţionalizeze riscul. Când Japonia a început să-şi creeze un sistem de asistenţă socială universală, Consiliul de Consultanţă pentru Asigurări Sociale a recunoscut că, in această privinţă, s-a inspirat din exemplul britanic. În concepţia lui Bunji Kondo, un apărător convins al implementării asigurărilor sociale pentru întreaga populaţie, venise timpul pentru a avea *bebariji no nihonhan*: un plan Beveridge pentru Japonia[39]. Dar japonezii au dus ideea mai departe decât intenţionase Beveridge. După cum susţinea Consiliul de Consultanţă,

> scopul era crearea unui sistem prin care se luau măsuri pentru securitatea financiară in caz de boală, vătămare, naştere, handicap, bătrâneţe, deces, şomaj, familie numeroasă şi alte cauze de sărăcire prin... bani veniţi de la guverne... [şi] prin care celor in nevoie li se garantează nivelul minim de trai prin asistenţă naţională[40].

De acum încolo, programul de asistenţă socială al statului putea asigura populaţia împotriva vicisitudinilor vieţii moderne. Dacă oamenii nu-şi permiteau să-şi dea copiii la şcoală, statul avea să plătească pentru asta. Dacă nu-şi găseau de lucru sau erau prea bolnavi ca să poată munci, tot statul avea să plătească. Când ieşeau la pensie, statul plătea. Când, în cele din urmă, omul murea, statul le plătea urmaşilor. Aceste măsuri erau în consonanţă cu unul dintre obiectivele politicii de ocupaţie americane de după război: „Înlocuirea economiei feudale cu o economie asistenţială"[41]. Dar ar fi greşit să credem (aşa cum au făcut o serie de comentatori postbelici) că statul asistenţial din Japonia „a fost impus în întregime de către o putere străină"[42]. În fapt, japonezii şi-au conturat ei înşişi propriul stat asistenţial – şi au început acest proces cu mult înainte de sfârşitul celui de-al Doilea Război Mondial. Motorul principal n-a fost altruismul social, ci nevoia insaţiabilă de la mijlocul secolului XX de tineri în putere pentru a deveni soldaţi şi muncitori. După cum explica Harold D. Lasswell, specialist în ştiinţe politice, Japonia anilor 1930 devenise un stat-cazarmă[43]. Dar era un stat care, implicit, conţinea promisiunea „unui stat războinic şi asistenţial", care oferea asistenţă socială în schimbul sacrificiilor militare.

Existase un sistem de asigurări sociale de bază în Japonia şi înainte de 1930: asigurări de accidente de muncă şi asigurări de sănătate (introduse pentru muncitorii din fabrici în 1927). Dar aceste măsuri priveau doar mai puţin de două cincimi din forţa de muncă din industrie[44]. În mod semnificativ, planul pentru un Minister al Asigurărilor Sociale (*Koseisho*) a fost aprobat de guvernul imperial japonez pe 9 iulie 1937, la două luni de la izbucnirea războiului cu China[45]. Primul pas pe care l-a făcut noul minister a fost introducerea sistemului universal de asigurări de sănătate care completa programul deja existent pentru muncitorii din industrie. Între sfârşitul anului 1938 şi sfârşitul anului 1944, numărul persoanelor care beneficiau de acest plan a crescut de aproape o sută de ori, de la ceva mai mult de 500.000 la peste 40 de milioane. Scopul era explicit: o populaţie mai sănătoasă avea să furnizeze recruţi mai sănătoşi pentru forţele armate ale împăratului. Sloganul de război – „Toţi oamenii sunt soldaţi" (*Kokumin kai hei*) – a fost adaptat pentru acest caz: „Toţi oamenii trebuie să aibă asigurare" (*Kokumin kai hoken*). Iar pentru ca asigurările să fie universale, industria farmaceutică şi profesiunea medicală au fost subordonate statului[46]. În anii războiului a fost introdus şi planul obligatoriu de pensionare a marinarilor şi muncitorilor, statul acoperind 10% din costuri, în vreme ce angajatorii şi angajaţii contribuiau şi ei cu 5,5% din salariul celor din urmă. De asemenea, s-au făcut

şi primii paşi pentru realizarea pe scară largă de locuinţe pentru populaţie. Aşa încât ceea ce s-a întâmplat după război în Japonia a fost în mare parte extinderea măsurilor statului războinic-asistenţial. Acum sloganul era : „Toţi oamenii trebuie să aibă pensii" (*Kokumin kai nenkin*). De acum trebuiau să existe asigurări pentru şomaj, în locul măsurilor paternaliste de mai înainte prin care muncitorilor li se asigurau salarii chiar şi în perioadele neproductive. Raportul din 1950, cu recomandările sale inspirate din legislaţia britanică, a fost de fapt respins de guvern. Abia în 1961, la mulţi ani după încetarea controlului american, au fost adoptate cele mai multe dintre recomandări. Pe la sfârşitul anilor 1970, politicianul japonez Nakagawa Yatsuhiro se putea lăuda că Japonia a devenit „o superputere a asistenţei sociale" (*fukushi chodaikoku*), şi anume pentru că sistemul său era diferit (şi superior) de modelele occidentale[47].

Bineînţeles că în privinţa sistemului japonez nu a existat de fapt ceva unic din punct de vedere instituţional. Majoritatea statelor asistenţiale au intenţionat să ofere beneficiul universal al asistenţei sociale de la leagăn la mormânt. Numai că statul asistenţial japonez pare să fie un miracol de eficienţă. În privinţa speranţei de viaţă, această ţară e în fruntea tuturor. Şi în domeniul educaţiei e cu mult înainte. În jur de 90% din populaţie absolvea liceul la mijlocul anilor 1970, în comparaţie cu 32% în Anglia[48]. În acelaşi timp, societatea japoneză e mult mai egalitară decât oricare societate occidentală, cu excepţia Suediei. Iar Japonia are cel mai mare fond de pensii de stat din lume, în aşa fel încât orice japonez care iese la pensie poate miza pe un bonus generos şi pe un venit regulat de-a lungul anilor (de obicei destul de numeroşi) de odihnă binemeritată. Această superputere a asistenţei sociale a fost şi un miracol de chibzuinţă. În 1975 doar 9% din venitul naţional a fost îndreptat spre asistenţa socială, în comparaţie cu 31% în Suedia[49]. Povara taxelor şi contribuţiilor la asistenţa socială era în mare cam jumătate faţă de Anglia. Japonia reuşise să garanteze securitatea socială pentru toţi – eliminarea oricărui risc – şi în acelaşi timp economia sa evolua atât de repede, încât prin 1968 ajunsese a doua cea mai mare economie mondială. Cu un an înainte, Herman Kahn prezicea că Japonia va depăşi venitul pe cap de locuitor al Statelor Unite în anul 2000. Şi, într-adevăr, Nakagawa Yatsuhiro susţinea că, dacă se iau în considerare şi câştigurile suplimentare, „venitul real actual al muncitorului japonez [era deja] de cel puţin trei ori mai mare decât cel al unui muncitor american"[50]. Războiul nu a reuşit să facă din Japonia naţiunea de vârf, dar asistenţa socială a reuşit. Cheia s-a dovedit a fi nu un imperiu internaţional, ci un sistem naţional care garanta securitatea[51].

Şi totuşi, exista o surpriză, o fisură fatală în conturarea postbelică a statului asistenţial. Statul asistenţial a putut funcţiona ca uns în Japonia anilor 1970, dar nu acelaşi lucru se poate spune despre echivalentul său din lumea occidentală. În ciuda unor asemănări superficiale topografice şi istorice – un arhipelag în largul apelor asiatice, trecutul imperial, ţinuta sobră atunci când omul e treaz –, britanicii şi japonezii sunt două culturi total diferite. Privite din afară, sistemele lor de asistenţă socială par asemănătoare : pensii de stat finanţate din taxele colectate prin vechiul sistem *pay-as-you-go* ; standardizarea vârstei de pensionare ; asigurări universale de sănătate ; ajutoare de şomaj ; subvenţii pentru agricultori ; o piaţă a muncii sever controlată. Dar, în cele două ţări, aceste instituţii funcţionează foarte diferit. În Japonia, ţinta principală o constituiau politicile egalitariste, în vreme ce o cultură a conformismului social a încurajat aceste politici. În totală opoziţie, individualismul englez a făcut ca oamenii să profite cu cinism de sistem. În Japonia, rolul principal în sistemul de asistenţă socială a continuat să fie jucat de firme şi de familie. Angajatorii au oferit modalităţi de sprijin suplimentare şi s-au opus concedierii angajaţilor.

Nu mai departe de anii 1990, două treimi din japonezii în vârstă de peste 64 de ani locuiau împreună cu copiii lor[52]. În schimb, în Marea Britanie, angajatorii nu au ezitat să reducă salariile în perioade dificile, iar oamenii preferau să-şi lase părinţii în vârstă la mila Serviciului Naţional Medical. Sistemul de asistenţă socială din Japonia a făcut din această ţară o superputere economică, dar prin anii 1970 acelaşi sistem se pare că a avut un efect contrar în Marea Britanie.

Conform conservatorilor britanici, ceea ce a început ca un sistem naţional de asigurări a degenerat într-un sistem de pomeni şi taxe exagerate care au denaturat în mod dezastruos stimulentele economice. Între 1930 şi 1980, transferurile sociale în Marea Britanie au crescut de la doar 2,2% din produsul intern brut la 10% în 1960, la 13% în 1970 şi la aproape 17% în 1980, cu mai bine de 6% mai mare decât în Japonia[53]. Asigurările de sănătate, serviciile sociale şi asigurările sociale au însemnat de trei ori bugetul apărării ca parte din cheltuielile totale guvernamentale. Şi totuşi, rezultatul a fost jalnic. Cheltuielile tot mai mari pentru asigurările sociale din Regatul Unit au fost însoţite de o creştere economică scăzută şi o inflaţie semnificativ mai mare decât media din ţările dezvoltate. O problemă deosebită era creşterea slabă a productivităţii (creşterea reală a produsului intern brut pe cap de angajat între 1960 şi 1979 a fost de 2,8%, faţă de 8,1% în Japonia)[54], care, la rândul ei, părea strâns legată de tehnica sindicatelor britanice de a se opune cu îndărătnicie la orice („s-o luăm încet" fiind alternativa favorită în loc de categoricul „întrerupem lucrul"). În acelaşi timp, ratele impozitului marginal de peste 100% la veniturile şi capitalurile mari au descurajat formele tradiţionale de economisire şi investiţii. Se pare că statul asistenţial britanic a eliminat stimulentele fără de care o economie capitalistă pur şi simplu nu poate funcţiona: răsplata unor bani frumoşi pentru cei care se străduiesc, biciul pentru cei care lenevesc. Rezultatul a fost „stagflaţia": stagnarea creşterii economice plus inflaţia ridicată. Probleme similare afectau şi economia Statelor Unite, unde cheltuielile pentru sănătate, Medicare, asigurarea socială şi asigurarea veniturilor au crescut de la 4% din produsul intern brut în 1959 la 9% în 1975, depăşind pentru prima oară cheltuielile pentru apărare. De asemenea, în America creşterea economică era modestă, iar stagflaţia agresivă. Şi atunci ce era de făcut?

Un om şi învăţăceii săi au crezut că au găsit răspunsul. În mare măsură datorită influenţei lor, una dintre cele mai importante tendinţe economice din ultimii douăzeci şi cinci de ani ai sistemului statului asistenţial occidental a trebuit desfiinţată, expunându-i din nou pe oameni monstrului imprevizibil de care crezuseră că au scăpat: riscul.

Marele îngheţ

În 1976, un profesor mărunţel de la Universitatea din Chicago a câştigat Premiul Nobel pentru economie. Reputaţia de economist a lui Milton Friedman se baza, în mare măsură, pe revigorarea ideii că inflaţia era determinată de creşterea excesivă a masei monetare. După cum am văzut, a fost coautor la probabil singura carte importantă despre politica economică a Statelor Unite din toate timpurile, în care Rezervele Federale sunt sever învinovăţite pentru Marea Depresiune[55]. Însă problema care îl preocupa la mijlocul anilor 1970 era: ce a determinat eşecul statului asistenţial? În martie 1975, pentru a găsi răspuns la această întrebare, Friedman a luat avionul şi s-a dus de la Chicago în Chile.



Milton Friedman

Cu doar optsprezece luni înainte, în septembrie 1973, tancurile huruiau prin capitala Santiago pentru a înlătura guvernul preşedintelui marxist Salvador Allende, a cărui încercare de a transforma Chile într-un stat comunist a dus la un total haos economic şi a fost nevoie ca parlamentul să ceară armatei să intervină şi să preia puterea. Avioane cu reacţie au bombardat Palatul Prezidenţial Moneda, atac urmărit de la balconul clădirii Hotelului Carera din apropiere de către adversarii lui Allende, care sărbătoreau evenimentul cu şampanie. În interiorul palatului, preşedintele în persoană se lupta fără nici o umbră de speranţă cu un AK-47, cadou de la Fidel Castro, omul pe care căuta să-l imite. Când tancurile s-au îndreptat spre el, Allende a înţeles că totul se terminase şi, încolţit în încăperea care-i mai rămăsese din refugiul său, s-a împuşcat.

Lovitura militară a sintetizat criza postbelică a statului asistenţial din întreaga lume şi a marcat o alternativă ireconciliabilă între sisteme economice rivale. În situaţia în care capacitatea de producţie se prăbuşise şi inflaţia făcea ravagii, cu un sistem universal de beneficii şi pensii de stat, Chile a intrat în faliment. Pentru Allende, răspunsul la problemele economice a fost un marxism desăvârşit, o naţionalizare de tip sovietic a întregii vieţi economice. Generalii şi susţinătorii lor ştiau doar că erau cu totul împotriva acestuia. Şi atunci ce voiau aceştia, câtă vreme era limpede că un statu-quo era nesustenabil? Şi acum intră în scenă Milton Friedman. Pe lângă numeroasele conferinţe şi seminare, a petrecut şi trei sferturi de oră cu noul preşedinte, generalul Pinochet, iar apoi i-a pus pe hârtie o evaluare a situaţiei economice din Chile, îndemnându-l să reducă deficitul guvernamental, pe care îl considera cauza principală a inflaţiei imense, iar apoi să menţină o rată anuală a inflaţiei de 900%[56]. La o lună după vizita lui Friedman, junta militară a anunţat că va opri inflaţia „cu orice preţ". Regimul a tăiat cheltuielile bugetare cu 27%

şi a ars imense grămezi de bancnote. Însă Friedman oferea nu numai terapia de şoc verificată a masei monetare. Într-o scrisoare adresată lui Pinochet, trimisă după întoarcerea sa la Chicago, argumenta că această problemă a inflaţiei începuse „din cauza tendinţelor spre socialism apărute cu patruzeci de ani mai înainte şi care au dus logic – şi îngrozitor – spre acea culme a regimului Allende". După cum avea să-şi amintească el mai târziu, „linia generală pe care am adoptat-o... era aceea că dificultăţile prezente cu care se confruntau apăruseră aproape în totalitate din cauza politicii orientate timp de patruzeci de ani spre colectivism, socialism şi stat asistenţial..."[57]. Şi-l asigura pe Pinochet că „lichidarea inflaţiei va duce la o rapidă expansiune a pieţei de capital, care va facilita în mare măsură transferul întreprinderilor şi activităţilor care se mai află în mâna statului spre sectorul particular"[58].

Pentru că şi-a oferit sfaturile, Friedman s-a trezit criticat de presa americană. La urma urmelor, acţionase în calitate de consultant al unui dictator militar care era responsabil de executarea a mai bine de două mii de comunişti autentici sau doar bănuiţi şi de torturarea altor aproape 30.000. *New York Times* spunea : „Dacă teoriile de economie pură de la Chicago pot fi exportate în Chile doar cu preţul represaliilor, autorii acestora ar trebui să simtă şi ei o oarecare responsabilitate ?"*.

Însă rolul oraşului Chicago pentru noul regim a însemnat mai mult decât o singură vizită a lui Milton Friedman. Începând cu anii 1950, a existat un flux permanent de tineri economişti străluciţi din Chile care studiau la Chicago, în cadrul unui program de schimburi culturale cu Universidad Catolica din Santiago, iar aceştia se întorceau în ţară convinşi de necesitatea echilibrării bugetului, supravegherea strictă a masei monetare şi liberalizarea comerţului[59]. Aceştia erau aşa-numiţii „băieţi din Chicago", infanteriştii lui Friedman : Jorge Cauas, ministrul de Finanţe al lui Pinochet şi mai târziu „superministrul" Economiei, Sergio de Castro, succesorul său ca ministru de Finanţe, Miguel Kast, ministru al Muncii şi mai apoi şeful băncii centrale, şi cel puţin alţi opt specialişti care au studiat la Chicago şi apoi s-au întors să-şi slujească guvernul. Încă înainte de căderea lui Allende, aceştia au conceput un program de reforme cunoscut sub numele de *El Ladrillo* („Cărămida"), din pricina grosimii manuscrisului. Dar cele mai radicale măsuri vor fi iniţiate de un student al Universităţii Catolice care a optat să studieze la Harvard, nu la Chicago. Ceea ce avea acesta în minte a fost cea mai mare provocare la adresa statului asistenţial din toată acea perioadă. Thatcher şi Reagan au apărut mai târziu. Reacţia împotriva statului asistenţial a pornit din Chile.

Pentru Jose Pinera, care avea exact 24 de ani când Pinochet a preluat puterea, invitaţia de a se întoarce de la Harvard în Chile a fost o dilemă dureroasă. Nu-şi făcea nici un fel de iluzii asupra naturii regimului lui Pinochet. Totuşi a socotit că, în felul acesta, avea ocazia de a pune în practică ideile care i se conturaseră în minte chiar de la sosirea sa în New England. În concepţia lui, cheia era nu doar reducerea inflaţiei, ci şi dezvoltarea legăturii dintre drepturile asupra proprietăţii şi drepturile politice, care constituise miezul experimentului de succes al democraţiei capitaliste din America de Nord. Pinera credea că nu se putea realiza asta decât prin modificarea radicală a statului asistenţial, începând cu sistemul *pay-as-you-go* de finanţare a pensiilor de stat şi a altor beneficii. Concepţia lui era următoarea :

---

* Friedman nota în 1988 că oferise aproape aceleaşi sfaturi cu privire la inflaţie şi guvernului chinez, dar a descoperit că nu a fost asaltat de „o avalanşă de proteste pentru greşeala de a fi dorit să ofere un sfat unui guvern atât de rău", în ciuda faptului că „a fost şi încă mai este un guvern mai represiv decât junta militară din Chile".

> Ceea ce a început ca un amplu sistem de asigurări a devenit pur şi simplu un sistem de taxare, prin care contribuţiile de azi sunt folosite pentru plata ajutoarelor sociale de azi, şi nu crearea unui fond acumulativ în vederea folosirii sale ulterioare. Acest sistem *pay-as-you-go* a înlocuit principiul economisirii, devenind un drept... [Dar această abordare] e înrădăcinată într-o falsă concepţie asupra comportamentului uman. Acest sistem distruge, la nivel individual, legătura dintre contribuţii şi beneficii. Cu alte cuvinte, dintre efort şi răsplată. Oriunde s-a întâmplat asta la scară amplă şi pentru lungi perioade, rezultatul final a fost un dezastru[60].

Între 1979 şi 1981, în calitate de ministru al Muncii (şi mai apoi de ministru al Minelor), Piñera a creat un sistem absolut nou de pensii în Chile, oferindu-i oricărui muncitor şansa de a opta pentru renunţarea la pensia de stat. În loc să plătească un impozit pe venit, putea să pună aceeaşi sumă (10% din salariu) într-un Cont Personal de Pensii, care să fie administrat de companii particulare competitive cunoscute sub numele de *Administradora de Fondos de Pensiones* (AFP-uri)[61]. În momentul în care ajunge la vârsta pensionării, cel care a participat la acest fond îşi poate retrage banii şi-i poate folosi pentru a-şi cumpăra o rentă viageră; sau, dacă doreşte, poate lucra mai departe, contribuind la acel fond în continuare. În afară de pensie, planul includea şi o primă de asigurare de viaţă şi de invaliditate. Ideea era de a-i da muncitorului din Chile sentimentul că banii pe care i-a pus deoparte constituiau propriul său capital. După cum spunea Hernán Büchi (care l-a ajutat pe Piñera să redacteze legislaţia de asigurări sociale şi apoi s-a ocupat de implementarea reformei în domeniul asistenţei medicale), „programele de asistenţă socială trebuie să includă şi unele stimulente pentru efortul individual şi pentru ca, treptat, oamenii să devină responsabili pentru propriul destin. Nu e nimic mai inutil decât programele sociale care încurajează parazitismul social"[62].

Piñera a riscat. Le-a oferit muncitorilor şansa de a alege: fie rămâneţi cu vechiul sistem *pay-as-you-go*, fie optaţi pentru noul Cont Personal de Pensii. El a insistat, şi-a făcut apariţia cu regularitate la televiziune pentru a-i încredinţa pe muncitori că „nimeni nu vă va lua cecul de la mama mare" (din vechiul sistem de pensii de stat). Şi s-a ţinut tare, refuzând sistematic şi cu sarcasm propunerile ca sindicatele naţionale, şi nu muncitorii individuali să fie cei răspunzători pentru alegerea membrilor din AFP-uri. În cele din urmă, pe 4 noiembrie 1980, reforma a fost aprobată, devenind funcţională, la sugestia perversă a lui Piñera, din 1 mai, Ziua Internaţională a Muncii, anul următor[63]. Reacţia populaţiei a fost plină de entuziasm. În 1990, mai bine de 70% dintre muncitori optaseră pentru sistemul privat[64]. Fiecare a primit un nou carnet făţos în care erau înregistrate şi contribuţiile, şi profiturile investiţiei. La sfârşitul anului 2006, în jur de 7,7 milioane de chilieni aveau un Cont Personal de Pensii; 2,7 milioane aveau şi asigurări private de sănătate, prin aşa-numitul sistem ISAPRE, care le permitea muncitorilor să renunţe la sistemul asigurărilor de sănătate de stat pentru sistemul privat. Deşi nu pare chiar o revoluţie, împreună cu reformele implementate sub Pinochet inspirate de la Chicago, a fost totuşi o revoluţie mai mare decât tot ce plănuise marxistul Allende în 1973. În plus, reforma a trebuit implementată într-un moment de extremă instabilitate economică, consecinţă a deciziei proaste din 1979 de a raporta moneda naţională la dolar, tocmai când dragonul inflaţiei părea să fi fost ucis. Când, la scurtă vreme, rata dobânzii în Statele Unite a crescut, presiunea deflaţiei a aruncat Chile într-o recesiune care ameninţa să provoace şi deraierea expresului Chicago-Harvard. În 1982, economia s-a contractat cu 13%, părând să-i răzbune pe criticii de stânga ai „tratamentului-şoc" al lui Friedman. Abia spre sfârşitul lui 1985 s-a putut considera că acea criză a trecut. În 1990 s-a văzut limpede că reforma a fost un succes: reforma sistemului de asigurări era responsabilă de

jumătate din valoarea reducerii cheltuielilor guvernamentale de la 34% din produsul intern brut la 22%.

A meritat? A meritat imensul pariu moral al băieţilor de la Chicago şi Harvard care s-au aventurat în cârdăşie cu un dictator militar criminal şi torţionar? Răspunsul depinde dacă ne gândim sau nu că aceste reforme economice au ajutat la netezirea drumului spre o democraţie sustenabilă în Chile. În 1980, la doar şapte ani de la lovitura militară, Pinochet a acceptat o nouă constituţie care prevedea o tranziţie de zece ani spre un guvern democratic. În 1990, după ce a pierdut un referendum privind poziţia sa în fruntea statului, a renunţat la preşedinţie (deşi a rămas în fruntea armatei încă opt ani). Democraţia a fost reinstaurată, iar în acel moment era în plin avânt miracolul economic care i-a asigurat supravieţuirea. Pentru că reforma pensiilor nu numai că a creat o nouă clasă de proprietari, fiecare cu coşul său de pensie, dar a fost şi o injecţie în braţul economiei din Chile, pentru că efectul a fost şi o semnificativă creştere a ratei de economisire (până la 30% din produsul intern brut în 1989, cea mai ridicată din America Latină). Iniţial s-a instituit o limită obligatorie care împiedica AFP-urile să investească în afara graniţelor statului mai mult de 6% (mai apoi 12%) din noile fonduri de pensii[65]. Efectul acestei măsuri era acela de a se asigura că noua sursă de economisire era canalizată spre dezvoltarea economică internă. În ianuarie 2008 am vizitat Santiago şi am urmărit brokerii de la Banco de Chile cum se preocupau să investească contribuţiile la pensii ale muncitorilor din Chile în propria bursă. Rezultatele au fost impresionante. Rata anuală a profitului de la Conturile Personale de Pensii era de peste 10%, reflectând performanţa imensă a bursei de valori din Chile, care crescuse de 18 ori din 1987.

Bineînţeles că sistemul are şi neajunsuri. Costurile fiscale şi de administrare ale sistemului se spune că uneori sunt prea ridicate[66]. Întrucât nu toţi cei care activează în economie au o slujbă permanentă cu normă întreagă, nu toţi pot participa la acest sistem. Liber-profesioniştii nu erau obligaţi să contribuie la aceste Conturi Personale de Pensii, după cum nu contribuiau nici muncitorii sezonieri. În felul acesta, o mare parte a populaţiei nu avea nici un fel de asigurare pentru pensie, ca şi mulţi dintre oamenii din La Victoria, pe vremuri focarul luptei de rezistenţă împotriva regimului Pinochet - un loc unde încă mai apărea pe ziduri, în graffiti, figura lui Che Guevara. Pe de altă parte, guvernul e pregătit să ia în considerare şi situaţia celor ale căror contribuţii nu sunt suficiente pentru o pensie minimă, cu condiţia ca aceştia să fi lucrat cel puţin douăzeci de ani. În plus, mai există şi o Pensie de Solidaritate de Bază pentru cei care nu se înscriu pentru nici un fel de pensie[67]. Dar, dincolo de orice argument, îmbunătăţirea performanţei economice din Chile de la reformele „băieţilor din Chicago" nu poate fi negată. Rata de creştere din cei cincisprezece ani înainte de vizita lui Friedman era de 0,17% pe an; în cei cincisprezece ani care au urmat a fost de 3,28%, de aproape douăzeci de ori mai mare. Rata sărăciei a scăzut spectaculos la doar 15%, în comparaţie cu 40% în restul ţărilor din America Latină[68]. Astăzi, Santiago e oraşul-bijuterie al Anzilor, de departe cel mai prosper şi mai atrăgător oraş de pe continent.

Un semn al succesului din Chile este şi acela că reformele din sistemul de pensii au fost imitate pe întregul continent, chiar şi în restul lumii. Bolivia, El Salvador şi Mexicul au copiat întocmai sistemul din Chile. Peru şi Columbia au introdus pensiile private ca alternativă la sistemul de pensii de stat[69]. Chiar şi Kazahstanul a urmat exemplul din Chile. Chiar şi membri ai parlamentului britanic au făcut potecă de la Westminster la uşa lui Piñera. Ironia e că reforma chiliană era mult mai radicală decât orice se încercase în Statele Unite, patria economiei de piaţă liberă. Însă reforma sistemului de asigurări sociale va ajunge şi în America de Nord, fie că se va dori sau nu.

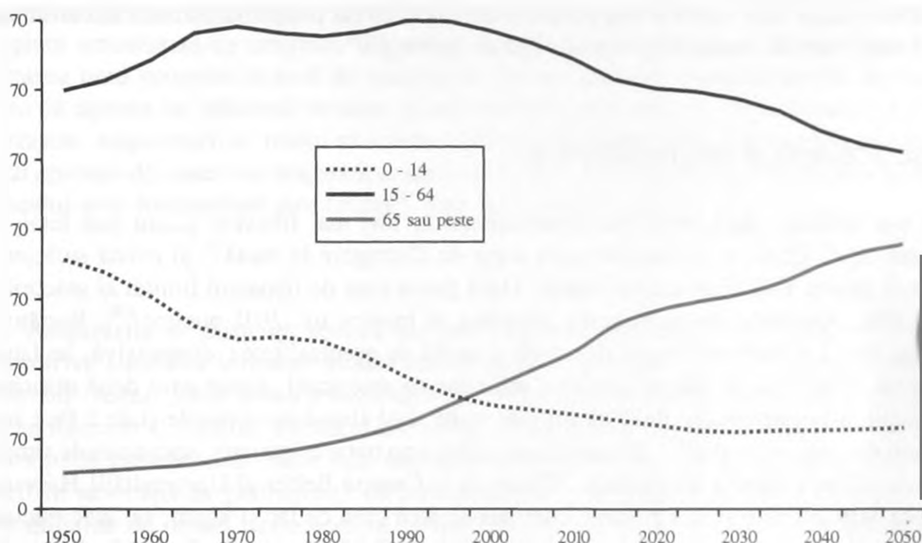
Când uraganul Katrina a lovit New Orleans, acesta a dezvăluit şi nişte realităţi ale sistemului american pe care oamenii s-au străduit să le ignore. Da, America are un sistem de asigurări de stat. Nu, sistemul nu funcţionează. Administraţiile Reagan şi Clinton au implementat ceea ce păreau a fi reforme radicale ale sistemului de asigurări, reducând ajutoarele de şomaj şi perioada pentru care pot fi solicitate. Dar nici un fel de astfel de reforme nu pot proteja sistemul în situaţia în care populaţia din Statele Unite e tot mai îmbătrânită, iar spirala costurilor asistenţei medicale private tot mai mare.

Statele Unite au un sistem unic de asigurări sociale. Asigurările Sociale oferă o pensie minimă de stat pentru toţi cei care ies la pensie, în vreme ce sistemul Medicare acoperă toate cheltuielile de îngrijire medicală pentru bătrâni şi invalizi. Ajutoarele sociale şi alte cheltuieli pentru sănătate ridică costul programelor federale de asistenţă socială la 11% din produsul intern brut. În acelaşi timp, asistenţa medicală e aproape în totalitate oferită de sectorul privat. În clinicile de vârf este excelentă, dar departe de a fi şi ieftină. Iar dacă ai nevoie de tratamente înainte de pensionare, îţi trebuie o poliţă privată de asigurare - ceea ce, după o estimare generală, 47 de milioane de americani nu au, întrucât astfel de poliţe nu sunt decât la îndemâna celor cu un serviciu permanent şi oficial. Rezultatul e un sistem de asigurări sociale care nu e cuprinzător, fiind chiar mai puţin redistributiv decât sistemele europene, dar e imens de costisitor. Din 1993, Asigurările Sociale au devenit mai costisitoare decât Securitatea Naţională. Cheltuielile pentru educaţie în procente din produsul intern brut (5,9%) sunt mai mari decât în Marea Britanie, Germania sau Japonia. Cheltuielile publice de sănătate reprezintă aproximativ 7% din produsul intern brut, la fel ca în Marea Britanie, dar cheltuielile medicale private reprezintă mai mult (8,5%, în comparaţie cu modestul 1,1% în Marea Britanie)[70].

Un astfel de sistem de asigurări sociale nu e deloc pregătit să facă faţă creşterii rapide a numărului celor îndreptăţiţi. Şi exact cu asta se confruntă americanii acum, când aşa-numiţii „baby boomer", generaţia celor născuţi după al Doilea Război Mondial, încep să iasă la pensie[71]. Conform statisticilor Naţiunilor Unite, până în 2050, speranţa de viaţă din Statele Unite ar putea creşte de la 75 la 80 de ani. În următorii patruzeci de ani, proporţia populaţiei americane ajunse la 65 de ani şi peste e estimată să crească de la 12% la 21%. Din nefericire, o mare parte dintre cei ce vor ieşi curând la pensie nu şi-au asigurat suficiente economii pentru perioada de după pensionare. Conform Retirement Confidence Survey din 2006, şase din zece muncitori americani declară că fac economii în vederea pensionării şi numai patru din zece declară că au calculat cât ar trebui să economisească. Mulţi dintre cei care nu au suficiente resurse de economisire se gândesc că vor compensa muncind o perioadă mai lungă. Muncitorul obişnuit se gândeşte să muncească până la vârsta de 65 de ani. Dar până la urmă s-ar putea ca respectivul să fie nevoit să iasă la pensie la 62 de ani; şi, într-adevăr, cam patru din zece muncitori americani se retrag din viaţa activă mai repede decât şi-au pus în plan[72]. Ceea ce are implicaţii serioase pentru bugetul federal, pentru că cei care au calculat greşit s-ar putea să ajungă o povară în plus, într-un fel sau altul, pentru plătitorii de taxe. În ziua de azi, un pensionar primeşte de la Asigurările Sociale, Medicare şi Medicaid ajutoare totalizând în medie 21.000 de dolari pe an. Înmulţiţi cu 36 de milioane de vârstnici existenţi în mod curent şi veţi vedea de ce aceste programe înghit un procent atât de mare din bugetul federal. Şi acest procent va creşte, nu numai pentru că numărul de pensionari va creşte, ci şi deoarece cheltuielile precum cele ale Medicare sunt de necontrolat, crescând de două ori mai repede decât rata inflaţiei. Iar extinderea Medicare din 2003 pentru compensarea medicamentelor pe bază de reţetă nu a făcut decât să înrăutăţească şi mai mult lucrurile.

Conform unei estimări a lui Thomas R. Saving, al cărui nume e numai potrivit* pentru programul Medicare, numai costurile programului Medicare vor absorbi 24% din toate taxele adunate de guvernul federal în 2019. Cifrele actuale dovedesc că guvernul federal are mai multe obligaţii nefinanţate decât o recunosc datele oficiale. Biroul Guvernamental de Contabilitate a estimat recent că „expunerea" datorată beneficiilor viitoare nefinanţate ale Asigurărilor Sociale şi Medicare este de 34 de bilioane de dolari[73]. Ceea ce reprezintă de patru ori valoarea datoriilor federale recunoscute oficial.

Evoluţia demografică a unei crize a asistenţei sociale: Japonia, 1950-2050
(părţi procentuale din populaţie pe grupe de vârstă)



În mod ironic, există o singură ţară în care problema populaţiei îmbătrânite are mai multe implicaţii economice serioase decât în Statele Unite. Este vorba de Japonia. Atât de plină de succes a fost „superputerea asigurărilor sociale" japoneze, încât în anii 1970 speranţa de viaţă în Japonia devenise cea mai mare din lume. Însă aceasta, combinată cu scăderea natalităţii, a produs cea mai îmbătrânită societate din lume, cu mai bine de 21% din populaţie trecută de 65 de ani. Conform Institutului Nakamae de Cercetări Economice Internaţionale, în 2044, populaţia în vârstă o va egala pe cea aflată în câmpul muncii[74]. Drept urmare, Japonia se confruntă acum cu o profundă criză structurală a sistemului său de asigurări sociale, care nu fusese conceput pentru a face faţă la ceea ce japonezii numesc societate longevivă (*chôju shakai*)[75]. În ciuda faptului că a mărit vârsta de ieşire la pensie, guvernul nu a reuşit să rezolve problemele sistemului pensiilor de stat. (Iar situaţia nu e uşurată de faptul că mulţi liber-profesionişti şi studenţi, ca să nu mai vorbim de unii eminenţi oameni politici, nu îşi aduc contribuţia cerută la sistemul de asigurări.) De la începutul anilor 1990 se înregistrează însă şi un număr tot mai mic al celor care contribuie investiţional la sistemul public de sănătate[76]. Bugetul asigurărilor e acum egal cu trei sferturi din veniturile din impozite. Datoriile bugetului depăşesc un trilion de yeni, aproximativ 170% din produsul intern brut[77]. Iar instituţiile din sectorul privat nu stau nici ele mai bine. De la prăbuşirea bursei în 1990, companiile de asigurări de viaţă se

* *Saving* – „a economisi", în limba engleză (n.tr.).

luptă să supraviețuiască ; între 1997 şi 2000, trei companii importante au dat faliment. Fondurile de pensii sunt şi ele la strâmtoare. Cum cele mai multe dintre țările dezvoltate se mişcă în aceeaşi direcţie, asta dă un nou înţeles cântecului pop din anii 1980 : „Să ne facem japonezi cu toţii". Activele celor mai mari fonduri de pensii din lume (care includ şi fondul guvernului japonez, echivalentul său din Olanda şi Fondul Public al Angajaţilor din California) depăşesc acum 10 bilioane de dolari, crescând cu 60% între 2004 şi 2007[78]. Dar obligaţiile lor vor creşte în ultimă instanţă atât de mult încât nici măcar aceste sume imense să nu ajungă?

O viaţă mai lungă e o veste bună pentru indivizi, dar o veste proastă pentru sistemul de asigurări sociale de stat şi pentru politicienii care s-au străduit să-şi convingă alegătorii să-l reformeze. Dar vestea şi mai proastă e aceea că, cu cât populaţia planetei îmbătrâneşte mai mult, cu atât lumea devine mai plină de primejdii[79].

Risc acoperit şi risc neacoperit

Ce s-ar întâmpla dacă terorismul internaţional ar lovi mai frecvent şi/sau mai letal, in vreme ce Al-Qaeda e în căutarea unor arme de distrugere în masă? Şi există suficiente motive pentru a justifica această teamă. Dacă ţinem cont de impactul limitat al atacurilor din 2001, Al-Qaeda are un puternic stimulent să încerce un „9/11 nuclear"[80]. Purtătorii de cuvânt ai organizaţiei nu au dezminţit o astfel de eventualitate ; dimpotrivă, se laudă deschis că ambiţia lor este să „ucidă 4 milioane de americani, dintre care două milioane de copii, a-i determina pe de două ori mai mulţi să-şi abandoneze casele şi de a face sute de mii de răniţi şi invalizi"[81]. Iar aceste ameninţări nu trebuie ignorate, socotindu-le simplă retorică. După spusele lui Graham Allison de la Centrul Belfer al Universităţii Harvard, „dacă Statele Unite şi alte guverne continuă să facă ceea ce fac şi acum, un atac nuclear terorist asupra unui mare oraş e foarte probabil să aibă loc prin 2014". După părerea lui Richard Garwin, unul dintre inventatorii bombei cu hidrogen, există deja „20% şanse anuale de a se produce o explozie nucleară în unul dintre oraşele americane sau europene". Un alt coleg al lui Allison, Matthew Bunn, estimează la 29% riscul unui atac nuclear terorist în următorii zece ani[82]. Chiar şi un dispozitiv nuclear de mică putere, de numai 12,5 kilotone, ar putea ucide până la 80.000 de oameni dacă e detonat într-un oraş mediu din Statele Unite ; o bombă cu hidrogen de o megatonă poate ucide 1,9 milioane de oameni. Un atac biologic cu spori de antrax poate ucide cam tot atâţia oameni[83].

Şi ce s-ar întâmpla dacă încălzirea globală va spori incidenţa dezastrelor naturale? Şi aici există oarecare motive de îngrijorare. Conform experţilor de specialitate din cadrul Grupului Interguvernamental de Studii privind Schimbările Climatice (IPCC), „incidenţa precipitaţiilor abundente a crescut în mai toate zonele" ca urmare a activităţii omului care afectează fenomenul încălzirii globale. Există, de asemenea, „dovezi pe bază de observaţii ale creşterii intensităţii activităţii ciclonice în Atlanticul de Nord începând cu 1970". Creşterea nivelului mărilor prezisă de IPCC va spori şi ea daunele provocate de inundaţii cauzate de furtuni precum Katrina[84]. Nu toţi oamenii de ştiinţă sunt de acord că activitatea uraganelor de-a lungul coastei atlantice a Statelor Unite e în creştere (după cum susţine Al Gore în filmul său *Un adevăr incomod*). Dar ar fi o greşeală să credem, în inconştienţa noastră, că nu e cazul să ne temem, mai ales că în permanenţă se extind construcţiile rezidenţiale în statele vulnerabile. Pentru guvernele care deja se clatină sub povara obligaţiilor în creştere pe care şi le-au asumat în privinţa asigurărilor sociale, creşterea

frecvenței și dimensiunilor dezastrelor catastrofale poate fi fatală din punct de vedere fiscal. Pierderile din asigurări (și reasigurări) în urma atacurilor de la 11 septembrie au fost în jur de 30-85 de miliarde de dolari, aproape la fel ca pierderile cauzate de uraganul Katrina[85]. În ambele cazuri, guvernul federal al Statelor Unite a fost nevoit să intervină și să-i ajute pe asiguratorii particulari să-și poată achita obligațiile, oferind sprijin din sistemul de asigurări federale în caz de terorism în urma evenimentelor din 11 septembrie și absorbind greul costurilor pentru cazuri de urgență și reconstrucție de-a lungul coastei Golfului Mexic. Cu alte cuvinte, exact cum s-a întâmplat în cursul războaielor mondiale, statul asistențial intervine când asiguratorii sunt depășiți de evenimente. Numai că, în cazul dezastrelor naturale, această politică are un rezultat pervers. În esență, plătitorii de taxe din zonele relativ sigure ale țării îi finanțează pe cei care au ales să locuiască în regiuni amenințate de uragane. O posibilă soluție de a corecta acest dezechilibru ar fi crearea unui program federal de reasigurare pentru cazuri de megacatastrofe. În loc să stea să aștepte ca plătitorii de taxe și impozite să achite nota de plată în cazul marilor dezastre, asiguratorii ar trebui să achite o primă diferențiată (mai mare pentru cei situați mai aproape de zonele cu uragane), evitând riscul unui nou uragan Katrina prin reasigurarea riscului prin intermediul guvernului[86]. Dar mai există o soluție.

*

Asigurările și asistența socială nu sunt singurele modalități de a obține protecție împotriva șocurilor viitoare. Modul inteligent de a face asta e să fii asigurat împotriva riscului. Astăzi toată lumea a auzit de fonduri speculative (*hedge funds*) precum Citadel al lui Kenneth C. Griffin, cu sediul la Chicago. În calitate de fondator al Citadel Investment Group, în prezent unul dintre cele mai mari douăzeci de fonduri de acoperire din lume, Griffin se ocupă în permanență de managementul unui pachet de active în valoare de 16 miliarde de dolari. Între acestea se numără și multe active așa-zise în dificultate, pe care Griffin le preia de la companii falimentare precum Enron la prețuri de nimic. N-ar fi exagerat să spunem că lui Griffin îi cam place riscul. El trăiește și respiră nesiguranță. De când a început să negocieze, din căminul de studenți de la Harvard, obligațiuni convertibile, se hrănea cu „cozi groase". Din 1998, principalul fondul offshore al Citadel a generat profituri anuale de 21%[87]. În 2007, când alte instituții financiare pierdeau miliarde în criza creditelor, el personal a câștigat mai mult de un miliard de dolari. Printre lucrările de artă care-i decorează pereții apartamentului penthouse din North Michigan Avenue este *Fals început* de Jasper John, pentru care a plătit 80 de milioane de dolari, și un Cézanne care l-a costat 60 de milioane de dolari. Când s-a căsătorit, ceremonia a avut loc la Versailles (castelul din Franța, nu orășelul modest din Illinois cu același nume)[88]. Într-o lume plină de riscuri, sistemul speculativ e o afacere bună. Dar ce înseamnă asta de fapt și de unde vine?

Originile sistemului *hedging**, denumire potrivită, provine din agricultură. Pentru un agricultor care pune sămânța în pământ, nimic nu e mai important decât prețul pe care-l va obține după ce-și strânge recolta și o duce la piață. Dar prețul poate fi mai mic sau mai mare decât spera el. Un contract futures îl poate proteja, obligându-l pe negustor să-i cumpere recolta când ajunge cu ea la piață la prețul convenit atunci când punea sămânța în pământ. Dacă în ziua în care livrează marfa prețul pieței e mai mic decât cel sperat, fermierul e protejat; negustorul cu care a încheiat contractul speră ca prețul să fie mai

* *Hedging* – împrejmuire cu gard viu pentru siguranța proprietății (engl.) (n.tr.).

mare, lăsându-i o marjă de profit. Pe măsură ce preriile americane erau arate şi semănate, se săpau canale şi se construiau căi ferate legând acele câmpii de marile oraşe din nord-est, acestea au devenit grânarul ţării. Dar oferta şi cererea, deci preţurile, fluctuau nebuneşte. Între ianuarie 1858 şi mai 1867, în parte din pricina Războiului Civil, preţul grâului a sărit de la 55 de cenţi la 2,88 de dolari pe baniţă, pentru ca apoi să cadă iar la 77 de cenţi în martie 1870. La început, formele de protecţie pentru fermieri erau cunoscute sub numele de contracte forward, care însemnau o simplă înţelegere bilaterală între vânzător şi cumpărător. Un contract futures autentic e totuşi un instrument standardizat emis în vederea unui schimb viitor şi deci negociabil. Odată cu evoluţia contractelor futures standard „la sosire", împreună cu o serie de reglementări pentru a obliga la respectarea învoielii şi, în cele din urmă, prin înfiinţarea unei case de compensaţii, s-a născut prima piaţă adevărată a contractelor futures. Locul naşterii sale a fost Windy City: Chicago. Crearea unei pieţe permanente de schimb futures în 1874 – Bursa Produselor din Chicago, bunica actualei Burse Comerciale din Chicago – a creat mediul pentru apariţia sistemului speculativ pe pieţele bunurilor comerciale din Statele Unite[89].

Un sistem speculativ clasic elimină în întregime riscul fluctuaţiei preţurilor. E nevoie de un speculator, ca partener contractual, care să preia riscul. În practică, totuşi, majoritatea hedgerilor tind să se angajeze în oarecare măsură în activităţi speculative, căutând căi de a profita de fluctuaţiile viitoare ale preţurilor. În parte şi din pricina nesiguranţei clienţilor cu privire la evoluţie – sentimentul că pieţele de futures erau puţin mai bune decât cazinourile –, abia în anii 1970 contractele futures au putut fi emise la schimb cu valoarea în bani şi ratele profitului; şi abia în 1982 a fost posibilă prezenţa la bursă a contractelor futures.

Griffin a strâns la Citadel matematicieni, fizicieni, ingineri, analişti în domeniul investiţiilor şi specialişti în domeniul tehnologiei computerelor. Iar o parte din ceea ce fac ei acolo este echivalentul din domeniul finanţelor al ingineriei aerospaţiale. Dar principiile care stau la baza activităţii lor sunt simple. Pentru că toate sunt derivate din valoarea unor active subscrise, toate contractele futures sunt forme de „instrumente financiare derivate". Foarte înrudite, dar distincte de futures sunt contractele financiare cunoscute sub numele de *opţiuni*. În esenţă, cumpărătorul unei opţiuni de cumpărare are dreptul, dar nu şi obligaţia de a cumpăra o anumită cantitate de bunuri sau active financiare de la un vânzător („autorul contractului") al unei opţiuni la o anumită dată (data expirării), la un anumit preţ (cunoscut sub numele de preţul de exercitare). Fireşte, cumpărătorul unei opţiuni de cumpărare speră ca în viitor preţul acelor bunuri sau al instrumentelor financiare subscrise să crească. Când preţul de piaţă depăşeşte preţul de exercitare, opţiunea este „în banii investiţi" – la fel şi cumpărătorul inteligent care a cumpărat opţiunea. O opţiune de vânzare este exact opusul opţiunii de cumpărare: cumpărătorul are dreptul, dar nu şi obligaţia să vândă o anumită cantitate convenită de bunuri cumpărătorului opţiunii. O a treia categorie de derivate sunt derivatele swap, care constituie de fapt un pariu între două părţi cu privire, de exemplu, la evoluţia viitoare a ratelor dobânzii. Un swap pur pe ratele dobânzii le permite celor două părţi care deja încasează profit din dobândă să efectueze un swap permiţând oricui primeşte o rată variabilă a dobânzii să facă schimb cu aceasta pentru o rată fixă, în cazul în care rata dobânzii scade. Însă un swap contra încetării plăţii la credit oferă protecţie în cazul în care o companie nu-şi mai onorează obligaţiunile. Dar probabil cea mai ciudată formă de derivate sunt derivatele climatice, cum sunt obligaţiunile pentru catastrofe naturale, care le permit companiilor de asigurări şi altor instituţii să compenseze efectele temperaturilor extreme sau ale altor dezastre naturale prin vânzarea aşa-numitului „risc de capăt" unor fonduri speculative cum ar fi Fermat Capital. De fapt, un cumpărător al unei „obligaţiuni de catastrofe" vinde

asigurare; dacă acea catastrofă specificată în obligațiune are loc, cumpărătorul trebuie să plătească suma sau să pună gaj capitalul de bază. În schimb, vânzătorul plătește o rată a dobânzii atrăgătoare. În 2006, valoarea noțională totală a derivatelor de risc climatic era în jur de 45 de miliarde de dolari.

A fost o vreme când cele mai multe derivate erau instrumente standardizate emise de burse precum Chicago Mercantile, care a fost una dintre companiile de pionierat în domeniul derivatelor climatice. În prezent, astfel de derivate sunt adaptate clientului și vândute pe „piața extrabursieră" (OTC-uri), adesea chiar de bănci care încasează un comision foarte atractiv pentru serviciile lor. Conform Băncii Reglementelor Internaționale, valoarea noțională totală reziduală a contractelor derivate de pe piața extrabursieră – încheiate pe o bază ad-hoc între două părți – a atins amețitoarea sumă de 596 de bilioane de dolari în decembrie 2007, cu o valoare brută de piață de peste 14,5 bilioane de dolari*. Deși aceste instrumente financiare au fost numite de unii investitori mai tradiționaliști, precum Warren Buffett, arme financiare de distrugere în masă (ceea ce, totuși, nu l-a împiedicat să le folosească), părerea celor de la Chicago din 2007 este că niciodată sistemul economic mondial n-a fost mai bine protejat împotriva neprevăzutului – viziune spulberată violent în anul următor, când fondul de acoperire a pierdut in medie peste 21%, iar fondurile Citadel au scăzut cu 55%.

Dar rămâne totuși faptul că această revoluție financiară a împărțit efectiv lumea in două: cei care sunt (sau pot fi) protejați împotriva riscului și cei care nu sunt (sau nu pot fi) protejați. Ca să fii protejat ai nevoie de bani. Fondurile de acoperire cer în mod normal o investiție evaluată în șase sau chiar șapte cifre și pretind un comision de administrare de cel puțin 2% din bani pe care i-ai investit (Citadel are un comision de patru ori mai mare) și 20% din profit. Asta înseamnă că cele mai multe dintre marile corporații își pot permite o asigurare împotriva riscului neprevăzut al creșterii ratei dobânzii, ratei de schimb sau a prețurilor bunurilor. Dacă doresc, se pot asigura și împotriva riscului uraganelor viitoare sau al atacurilor teroriste vânzând obligațiuni de catastrofe sau alte derivate. Prin comparație, cei mai mulți particulari nu-și pot permite să se asigure în acest fel și nici nu știu cum se face asta, chiar dacă și-ar putea permite. Noi, muritorii de rând, trebuie să ne bazăm pe instrumentul tocit și adesea scump al polițelor de asigurare pentru a ne proteja în fața surprizelor primejdioase ale vieții sau să sperăm că asistența socială de stat va veni să ne salveze.

Există, bineînțeles, și o a treia strategie, mult mai simplă: străvechea strategie de a economisi bani albi pentru zile negre. Sau mai degrabă să împrumutăm pentru a cumpăra active a căror valoare se apreciază cu vremea și care se presupune că ne va oferi o șansă de salvare împotriva unei calamități. În ultimii ani, pentru cele mai multe familii, grija de a se asigura în fața unui viitor nesigur ia forma foarte simplă a unei investiții (de obicei din resurse atrase, adică prin împrumut financiar) într-o locuință, a cărei valoare se presupune că va fi în creștere până în ziua în care cei care întrețin familia se hotărăsc să iasă la pensie. Dacă planul de pensie nu e indestulător, nu contează. Dacă asigurarea de sănătate a expirat, nu intrăm în panică. Există întotdeauna casa, scumpa casă.

Dar ca poliță de asigurare sau ca plan de pensie, această strategie are totuși un neajuns: reprezintă doar o singură alternativă, un pariu negarantat pe o singură piață: piața imobiliară. Din nefericire, după cum vom vedea în capitolul următor, a paria pe cărămizi și mortar nu înseamnă a fi la fel de sigur precum o casă. Și nu e nevoie să locuiești în New Orleans ca să te convingi pe propria piele de acest adevăr.

---

* Adică valoarea noțională reziduală, dacă toate derivatele aduc beneficii, este cam de patruzeci și unu de ori mai mare decât valoarea de piață estimată a contractelor.

Capitolul 5

De nădejde precum o casă

Jocul economic favorit al lumii vorbitoare de limbă engleză: proprietatea. Nici o altă fațetă a vieții financiare nu exercită atâta fascinație asupra imaginației populației. Nici o altă decizie de alocare a activelor n-a însuflețit mai mult discuțiile de la petrecerile de seară. Piața imobiliară este unică. Orice adult, indiferent cât de analfabet în materie de economie ar fi el, are o părere asupra viitoarelor sale perspective. Chiar și copiii sunt învățați cum să urce scara proprietății cu mult înainte de a-și câștiga singuri banii*. Iar felul cum îi educăm îi învață practic cum să joace jocul proprietății.

Jocul pe care-l cunoaștem azi sub numele de Monopoly a fost conceput în 1903 de o americancă, Elizabeth („Lizzie") Phillips, o devotată admiratoare a economistului radical Henry George. Visul ei utopic era o lume în care singura taxă să fie aceea pe valoarea terenurilor. Scopul acestui joc era acela de a dezvălui nedreptatea unui sistem social în care o mică minoritate de proprietari de moșii aduna profituri de pe urma rentelor colectate de la chiriași. Inițial cunoscut sub numele de Jocul Moșierului, acest proto-Monopoly avea o serie de caracteristici familiare – poteca rectangulară continuă, colțul Hai La Pușcărie –, dar părea mult prea complex și didactic pentru a fi atrăgător pentru marea masă. Și, în consecință, între cei care s-au implicat pentru a-l adapta și modifica pentru nevoile didactice s-au numărat și doi economiști excentrici, profesori universitari, Scott Nearing de la Wharton School și Guy Tugwell de la Columbia University. Dar potențialul comercial al acestui joc a fost intuit de un inginer de instalații șomer, pe nume Charles Darrow, după ce i-a fost prezentat jocul pe schema străzilor din Atlantic City, stațiunea litorală a orașului New Jersey. Darrow a schițat din nou placa de joc în așa fel încât fiecare pătrat semnificând o proprietate avea o bandă viu colorată și niște căsuțe și hoteluri desenate pe care jucătorii „le puteau construi" în pătrățelul pe care-l dobândeau. Darrow era meșter priceput – putea confecționa singur un joc în opt ore –, dar avea și „minte" de negustor, așa încât i-a convins pe John Wanamaker, patronul magazinului din Philadelphia, și pe F.A.O. Schwartz, comerciant cu amănuntul de jucării, să-i cumpere jocul pentru sezonul de Crăciun al anului 1934. Curând a ajuns să vândă mai mult decât putea confecționa cu mâna lui. În 1935, compania de jocuri Parker Brothers (care promovase și varianta de mai înainte a Jocului Moșierului) i-a cumpărat definitiv jocul[1].

Perioada Marii Depresiuni nu părea a fi potrivită pentru lansarea unui joc care devenise acum al viitorilor deținători de proprietăți. Probabil, totuși, că banii aceia falși, multicolori,

* Trezind așteptări care ar putea fi imposibil de împlinit. Creșterea de cincisprezece ori a prețului caselor în Anglia între 1975 și 2006 a făcut imposibilă cumpărarea unei case de către aproape toți cei aflați la prima casă ce nu pot primi sprijin financiar de la părinți.

contribuiau la atractivitatea jocului Monopoly. Compania Parker Brothers anunţa în aprilie 1935:

> După cum sugerează şi numele, jucătorii se implică în afaceri imobiliare, de căi ferate şi utilităţi publice într-o competiţie pentru cucerirea unui monopol asupra unei proprietăţi în aşa fel încât să obţină rentă de la ceilalţi jucători. Jocul devine pasionant când jucătorii se confruntă cu probleme precum ipoteci, taxe, fonduri publice de binefacere, opţiuni, arendă, profit, proprietate imobiliară nevalorificată, hoteluri, clădiri de locuinţe, companii electrice şi alte tranzacţii, iar pentru acestea jocul are şi bani virtuali[2].

Jocul s-a bucurat de un succes fenomenal. La sfârşitul anului 1935 se vânduseră un sfert de milion de astfel de jocuri. În patru ani au apărut versiuni în Marea Britanie (unde firma Waddington a creat versiunea londoneză pe care am jucat-o şi eu prima dată), Franţa, Germania, Italia şi Austria – deşi guvernul fascist avea o poziţie echivocă asupra caracterului apologetic capitalist al jocului[3]. În timpul celui de-al Doilea Război Mondial, jocul ajunsese atât de răspândit, încât Serviciul de Informaţii Britanic a reuşit să folosească plăcile de Monopoly expediate de Crucea Roşie pentru a introduce clandestin, în lagărele de concentrare destinate prizonierilor de război, mijloace de evadare, inclusiv hărţi şi bancnote europene adevărate[4]. Din aceleaşi motive se bucurau de Monopoly şi şomerii americani, şi prizonierii britanici. În viaţa reală s-ar putea să trecem prin vremuri grele, dar când jucăm Monopoly putem visa că am cumpărat străzi întregi. În totală contradicţie cu intenţiile inventatorului iniţial al jocului, Monopoly ne învaţă că e o măsură inteligentă să deţinem proprietăţi. Cu cât ai mai multe, cu atât faci mai mulţi bani. Mai ales în ţările vorbitoare de limbă engleză, a devenit un adevăr recunoscut universal că nimic nu întrece investiţia în cărămidă şi mortar.

Expresia „de nădejde precum o casă" ne spune tot ce trebuie să ştim ca să înţelegem de ce orice om din lumea întreagă jinduieşte să aibă o casă a lui. Dar, în lumea finanţelor, această expresie desemnează ceva mult mai precis. Înseamnă, de fapt, că nu există nimic mai sigur decât să acorzi credite celor care au o proprietate. De ce? Pentru că dacă nu mai plătesc datoria poţi recupera casa. Chiar dacă aceştia se fac nevăzuţi, casa nu dispare. După cum spun germanii: pământul şi construcţiile sunt proprietăţi „imobile". Aşa că nu întâmplător în Statele Unite cea mai importantă sursă de fonduri pentru demararea unei noi afaceri este ipotecarea casei antreprenorului. În consecinţă, şi instituţiile financiare au mult mai puţine reţineri să le împrumute bani celor care doresc să cumpere o proprietate. Din 1959, valoarea datoriilor ipotecare în Statele Unite a crescut de şaptezeci şi cinci de ori. În total, cei care locuiesc în locuinţa pe care şi-au cumpărat-o au credite în valoare de 99% din produsul intern brut al Statelor Unite la sfârşitul anului 2006, în comparaţie cu doar 38% cu cincizeci de ani mai înainte. Acest avânt al creditării a ajutat la finanţarea boomului din investiţiile rezidenţiale, care au înregistrat apogeul ultimilor cincizeci de ani în 2005. O vreme, oferta de case noi părea să nu poată ţine pasul cu cererea tot mai mare. Aproape jumătate din creşterea produsului intern brut din Statele Unite în prima jumătate a anului 2005 a fost legată, într-un fel sau altul, de construcţia de locuinţe.

În ţările vorbitoare de limbă engleză, patima pentru proprietate a constituit şi baza unui experiment politic: crearea, pentru prima dată în lume, a adevăratei democraţii a posesorilor de proprietăţi, întrucât între 65% şi 83% dintre cetăţeni locuiesc în case proprietate personală*. Cu alte cuvinte, majoritatea alegătorilor sunt în acelaşi timp şi

* Irlanda conduce în acest domeniu cu 83% dintre familii având-şi casele în proprietate, urmată de Australia şi Regatul Unit (ambele cu 69%), Canada (67%) şi Statele Unite (65%). Japonia are în această privinţă un procent de 60%, Franţa de 54% şi Germania de 43%. Să reţinem că

deţinători de proprietăţi. Unii spun că acesta este modelul pe care ar trebui să-l adopte întreaga planetă. Şi într-adevăr, în ultimii ani această atitudine se răspândeşte foarte repede, odată cu boomul preţurilor locuinţelor, nu numai în „anglosferă" (Australia, Canada, Irlanda, Marea Britanie şi Statele Unite), ci şi în China, Franţa, India, Italia, Rusia, Coreea de Sud şi Spania. În 2006, inflaţia preţului nominal al unei case depăşea 10% în opt din cele optsprezece ţări din Organizaţia pentru Cooperare şi Dezvoltare Economică. De fapt, Statele Unite nu au avut experienţa unei excepţionale bule a locuinţelor între 2000 şi 2007 ; preţurile au crescut şi mai mult în Olanda şi Norvegia[5].

Dar oare o proprietate chiar e „de nădejde precum o casă" ? Sau jocul imobiliar este mai curând un castel din cărţi de joc ?

Aristocraţia proprietarilor imobiliari

Să ai o locuinţă e acum o excepţie doar în cele mai sărace zone ale Marii Britanii şi Statelor Unite, cum ar fi East End din Glasgow sau East Side din Detroit. Dar în cea mai mare parte a istoriei, acesta a fost privilegiul exclusiv al elitei aristocratice. Proprietatea era trecută din tată în fiu, împreună cu titlurile onorifice şi privilegiile politice. Toţi ceilalţi erau doar nişte chiriaşi. Chiar şi dreptul de a vota la alegeri depindea la început de calitatea de proprietar. Înainte de 1832, în Anglia rurală, conform legii votate în secolul al XV-lea, numai bărbaţii care deţineau teren în proprietate absolută în valoare de cel puţin patruzeci de şilingi impozit pe an într-un anumit comitat aveau drept de vot în acel comitat. Asta însemna 435.000 de locuitori din Anglia şi Ţara Galilor, dintre care majoritatea erau legaţi de cei mai bogaţi proprietari de pământ printr-o complicată reţea de relaţii clientelare. Dintre cei 514 membri ai parlamentului reprezentând Anglia şi Ţara Galilor în Camera Comunelor la începutul anilor 1800, aproximativ 370 erau aleşi de 180 de protectori deţinători de pământ. Mai bine de o cincime dintre membrii parlamentului erau fii de nobili.

Într-o anumită privinţă nu s-a schimbat mare lucru de atunci încoace. Aproximativ patruzeci de milioane de acri din cele şaizeci de milioane sunt deţinute de 189.000 de familii[6]. Ducele de Westminster rămâne pe locul trei între cei mai bogaţi oameni din Marea Britanie, cu active estimate la 7 miliarde de lire sterline. De asemenea, printre cei cincizeci „cei mai bogaţi" sunt şi contele Cadogan (2,6 miliarde de lire sterline) şi baroneasa Howard de Walden (1,6 miliarde de lire sterline). Diferenţa e aceea că aristocraţia nu mai monopolizează sistemul politic. Ultimul aristocrat prim-ministru a fost Alec Douglas-Home, al 14-lea conte de Home, care a părăsit funcţia în 1964 (învins, după cum a declarat el, de „al 14-lea domn Wilson"). Într-adevăr, datorită reformării Camerei Lorzilor, titlul nobiliar ereditar e pe cale de a fi eliminat din sistemul parlamentar britanic.

Declinul aristocraţiei ca forţă politică a fost explicat în multiple feluri, dar în miezul acestei evoluţii au stat finanţele. Până în anii 1830, norocul a surâs elitei, celor aproximativ treizeci de familii cu un venit anual brut din terenuri de peste 60.000 de lire sterline. În timpul Războaielor Napoleoniene, valoarea pământului a crescut foarte mult, având în

---

aceste cifre erau valabile pentru anul 2000. De atunci, cifrele pentru Statele Unite au crescut la 68%. De notat şi variaţia regională : cei din statele din Midwest şi din Sud sunt mai înclinaţi să aibă propria casă (72%) decât cei din Vest şi Nord-Est. Casele sunt mai convenabile în Midwest şi în Sud. În Virginia de Vest, 78% dintre locuitori au propria casă şi doar 46% dintre locuitorii New Yorkului.

vedere că presiunea demografică şi inflaţia din cursul războiului au dus la dublarea preţului grâului. După această perioadă, industrializarea le-a oferit şanse şi celor care s-au trezit că stau pe un zăcământ de cărbune sau deţin terenuri urbane, in vreme ce dominaţia aristocraţilor în sistemul politic le-a asigurat acestora un venit continuu sub formă de remuneraţii din buzunarul public. Şi, de parcă asta n-ar fi fost destul, marii magnaţi s-au folosit pe deplin şi de capacitatea lor de a-i împrumuta pe cei mai puţin avuţi. Unii dintre aceştia s-au folosit de aceste mijloace pentru a-şi „îmbunătăţi" proprietăţile prin acapararea de terenuri şi îngrădind terenuri comunitare. Alţii şi-au asigurat un evident trai pe picior mare apelând la instituţii financiare. De exemplu, 40-55% din venitul anual al ducilor de Devonshire se ducea pe plata dobânzilor, într-atât de mari au fost împrumuturile făcute de aceştia în secolul al XIX-lea. Unul dintre avocaţii lor se plângea: „Nu vă trebuie nimic mai mult decât cumpătare"[7].

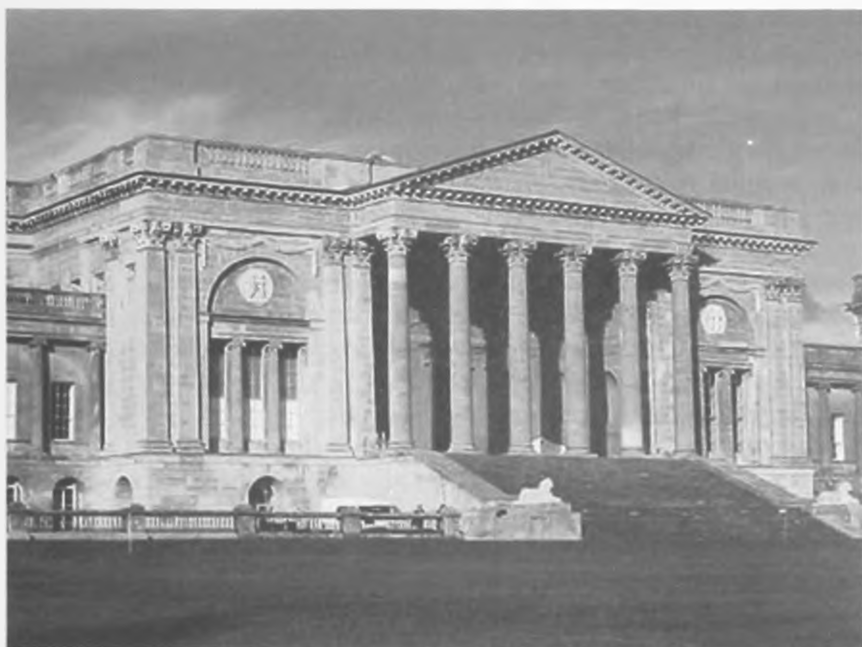
Problema este că, oricât de mult ai avea, proprietatea reprezintă o garanţie doar pentru cel care îţi împrumută bani. După cum spune domnişoara Demolines în *Ultima cronică a lui Barset* de Trollope, „pământul nu fuge nicăieri"[*]. De aceea atât de mulţi investitori din secolul al XIX-lea – avocaţi din partea locului, bănci particulare şi companii de asigurări – au fost atraşi de ipoteci ca o garanţie că investiţia e aparent lipsită de riscuri. În schimb, singura garanţie a debitorului că nu-şi va pierde proprietatea în beneficiul creditorilor este venitul său. Din nefericire pentru marea majoritate a proprietarilor de pământ din Anglia victoriană, aceste venituri au căzut brusc. De la sfârşitul anilor 1840, din pricina producţiei crescute de cereale pe plan mondial, a creşterii accelerate a costurilor de transport şi desfiinţării barierelor vamale – exemplificată prin abrogarea legilor de restricţionare a importului de cereale (Legile Cerealelor) din 1846 –, poziţia economică a deţinătorilor de pământuri s-a erodat. În timp ce preţul grânelor a alunecat la vale de la un vârf de 3 lire sterline baniţa în 1847 la un minim de 50 de cenţi în 1894, a scăzut şi venitul din terenurile agricole. Rata rentabilităţii financiare a proprietăţilor rurale a scăzut de la 3,65% în 1845 la doar 2,51% în 1885[8]. După cum declara *The Economist*: „Nu a existat garanţie mai sigură în care să-ţi pui speranţele decât pământul Angliei, şi nu puţini sunt cei care plâng că nu-l au". Pentru cei cu proprietăţi în Irlanda problema e şi mai dificilă din pricina tulburărilor politice. Declinul şi prăbuşirea economică au fost exemplificate prin soarta familiei care a ridicat Casa Stowe, în Buckinghamshire.

Fără îndoială, Casa Stowe are ceva magnific. Cu colonadele sale măreţe, cu impresionantul portic Vanbrugh şi cu grădinile sale minunat proiectate de arhitectul peisagist Brown „Priceputul" (Lancelot Brown), este una dintre cele mai frumoase clădiri specifice arhitecturii aristocratice a secolului al XVIII-lea care au supravieţuit. Dar astăzi casei îi lipseşte ceva – de fapt, îi lipsesc mai multe. În fiecare dintre alcovurile Salonului de Marmură eliptic, pe vremuri, era câte o statuie în stil romanic. Şemineurile splendide în stil georgian din încăperile Apartamentului Seniorial au fost înlocuite cu nişte imitaţii victoriene ieftine şi meschine. Iar încăperile altădată pline de mobile dintre cele mai rafinate sunt acum goale. De ce? Răspunsul e simplu: casa a aparţinut cândva celei mai distinse victime a

* „— Domnişoară Demolines, viaţa e întotdeauna nesigură.
— Ştiu bine, râdeţi de mine. Dar nu vi se pare, serios, că banii din City sunt întotdeauna amăgitori? Vin şi dispar atât de repede.
— Cât priveşte faptul că dispar, eu cred că acelaşi lucru se întâmplă cu toţi banii, spuse Johnny.
— Nu la fel se întâmplă cu pământul sau cu fondurile. Maman pune fiecare şiling pe o ipotecă de prima mână pentru pământ la patru la sută. Şi ne simţim atât de în siguranţă! Pământul nu fuge nicăieri" (cap. 25).

primului crah modern al proprietății, lui Richard Plantagenet Temple-Nugent-Brydges-Chandos-Grenville, al 6-lea viconte Cobham și al 2-lea duce de Buckingham.

Stowe a fost pe vremuri doar o parte a unui vast imperiu imobiliar dobândit de ducele de Buckingham și înaintașii săi, care au evoluat de la rangul de baron la cel de duce in intervalul a 125 de ani datorită unei combinații de patronaje politice și căsătorii strategice[9]. În fapt, ducele deținea în jur de 67.000 de acri de terenuri în Anglia, Irlanda și Jamaica. Părea o bază destul de solidă pentru felul său extravagant de viață. Cheltuia banii de parcă aveau să se demodeze : pe curtezane, pe copii ilegitimi, cu procese împotriva executorilor socrului său, cumpărându-și titlul de membru al Ordinului Jartierei, cu acțiuni de împotrivire față de Marea Reformă și față de Abrogarea Legilor Cerealelor – deci pe orice socotea el că e de competența treptei sale sociale de duce al unui întreg imperiu și întruchipare a stăpânului de pământ. Se mândrea cu „rezistența față de orice măsură de natură a dăuna intereselor agriculturii, indiferent ce guvern ar avansa o astfel de măsură". Și, într-adevăr, a preferat să demisioneze din funcția de Lord al Sigiliului Privat al guvernului lui sir Robert Peel decât să sprijine Abrogarea Legilor Cerealelor[10]. În 1845, deci înainte de scăderea prețurilor la cereale de la mijlocul secolului, era aproape copleșit de datorii. Cu un venit brut anual de 72.000 de lire sterline, el cheltuia 109.140 de lire sterline pe an și acumulase datorii de 1.027.282 de lire sterline[11]. Mare parte din veniturile sale erau absorbite de plata dobânzilor (unele rate la credite ajungând chiar și la 15% pe an) și de primele pentru asigurare de viață care constituiau probabil speranța cea mai sigură a creditorilor că își vor vedea banii[12]. Dar mai trebuia să vină și o nebunie care să pună capăt tuturor.



Casa Stowe : grandoare aristocratică, ipotecată până la ultimul cui

Pentru pregătirea unei mult dorite vizite a reginei Victoria și a prințului Albert din ianuarie 1845, ducele a renovat Casa Stowe din temelii, înțesând-o cu tot ce însemna

ultima modă în privința mobilierului de lux. În baia regală erau întinse chiar și piei de tigru. Regina Victoria a remarcat înțepată: „Nici eu nu am astfel de splendori în castelele mele". Şi de parcă nu ar fi fost destul, ducele a convocat întregul Regiment Yeomanry (pe cheltuiala sa) pentru a trage salve de artilerie în momentul în care regina și consortul ei pășeau pe domeniul său. Patru sute de oameni de pe domeniul său erau aliniați călare pentru a-i întâmpina, ca și alte sute de țărani îmbrăcați în haine de sărbătoare, trei fanfare și detașamente speciale de poliție aduse de la Londra pentru această zi[13]. A fost ultima lovitură dată finanțelor ducelui. Pentru a evita ruinarea totală a familiei, marchizul de Chandos, fiul ducelui de Buckingham, a fost sfătuit să preia controlul averii tatălui său de îndată ce va ajunge la vârsta majoratului. După multe încleștări în instanțe, fiul a reușit să preia conducerea[14]. În august 1848, spre consternarea ducelui, tot ce exista în Casa Stowe a fost scos la mezat. Şi falnica sa casă și-a deschis larg ușile prin care au dat buzna vânătorii de chilipiruri care au început să liciteze pentru farfurii, vinuri, porțelanuri, obiecte de artă și cărți rare, ca și cum (după cum spunea rânjind *The Economist*) ducele „ar fi fost un negustor falit de tacâmuri și veselă"[15]. Profitul net total al acestei licitații a fost de 75.000 de lire sterline. Nimic nu putea simboliza mai bine declinul aristocrației în noua epocă.

După ce a divorțat de îndelung înșelata și îndurerata sa soție din Scoția, a cărei garderobă a fost confiscată de oamenii șerifului din Londra, ducele a fost silit să se mute din Casa Stowe într-o casă cu chirie. Şi și-a dus traiul de pe o zi pe alta în clubul său din Londra, Clubul Carlton, străduindu-se să scrie o serie de memorii, departe de a fi demne de încredere, continuând, incorigibil, să se țină de fustele actrițelor și ale soțiilor altora. Obișnuit pe vremuri să-și depășească nelimitat posibilitățile, acum bombănea amărât că fiul său îi oferea „cu zgârcenie, ca să-mi onorez rangul, venitul unui ofițer care nu mai are nimic în afară de soldă cu care să-și achite cheltuielile"[16]. Şi fiul

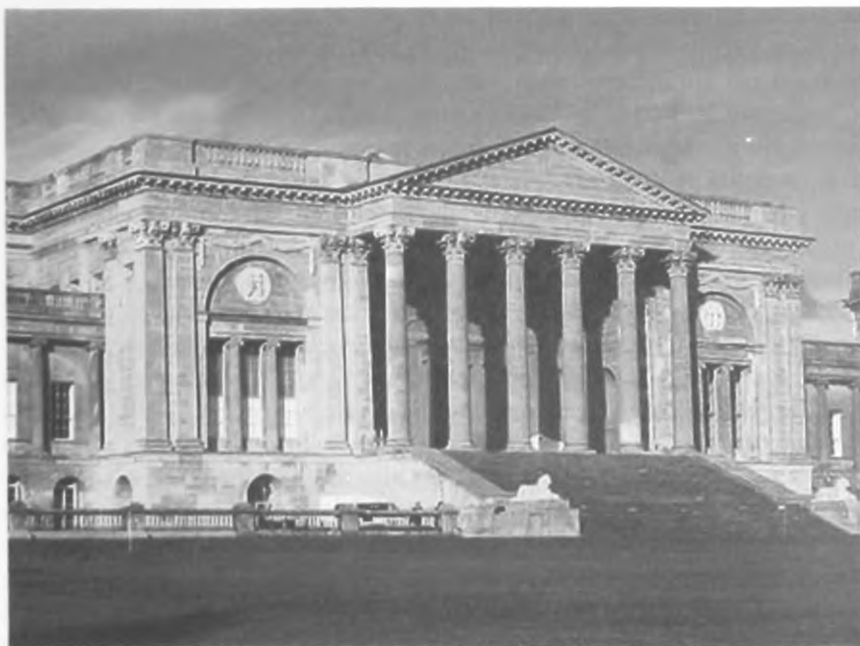
> în ceasuri de deznădejde și-a alungat în lume tatăl, neglijat, urgisit și persecutat... După ce a pus mâna pe averea și domeniul său, și le-a însușit în dauna tatălui său, împotriva oricărui principiu de onoare și dreptate și... a ajuns să se uite la dezonoarea și înjosirea tatălui său[17].

Şi se plângea tuturor celor de la Carlton care stăteau să-l asculte că „mă vedeți acum otrăvit și jefuit"[18]. Când în cele din urmă a murit, în 1861, se afla la Hotelul Great Western, din stația de cale ferată Paddington, pe cheltuiala fiului său. În mod simbolic, chibzuitul său fiu era în acel moment președinte al Companiei de Căi Ferate Londra-Northwestern[19]. Se pare că în noua lume modernă, o slujbă sigură însemna mai mult decât un titlu de noblețe moștenit, indiferent câți acri de pământ ai fi avut.

Căderea ducelui de Buckingham a prevestit o nouă epocă, democrată. Reformele electorale din 1832, 1867 și 1884 au erodat ce mai rămăsese din citadela aristocrată în politica britanică. La sfârșitul secolului al XIX-lea, dacă plăteai 10 lire sterline chirie pe an era suficient ca să ai drept de vot, ca și cum ai fi câștigat anual 10 lire sterline venit din proprietate. Acum electoratul ajunsese la 5,5 milioane de alegători - 40% din bărbații majori. În 1918 a fost înlăturată și această ultimă condiție, iar după 1928, toți adulții, bărbați sau femei, au dobândit drept de vot. Dar odată cu instituirea votului universal nu a însemnat că și șansa de a avea o proprietate era universală. Dimpotrivă: în 1938, mai puțin de o treime din locuințele din Marea Britanie erau deținute de cei care le ocupau. Iar adevărata democrație imobiliară avea să apară de cealaltă parte a Atlanticului. Şi se va naște din cea mai severă criză financiară cunoscută vreodată.

primului crah modern al proprietății, lui Richard Plantagenet Temple-Nugent-Brydges-Chandos-Grenville, al 6-lea viconte Cobham și al 2-lea duce de Buckingham.

Stowe a fost pe vremuri doar o parte a unui vast imperiu imobiliar dobândit de ducele de Buckingham și înaintașii săi, care au evoluat de la rangul de baron la cel de duce în intervalul a 125 de ani datorită unei combinații de patronaje politice și căsătorii strategice[9]. În fapt, ducele deținea în jur de 67.000 de acri de terenuri în Anglia, Irlanda și Jamaica. Părea o bază destul de solidă pentru felul său extravagant de viață. Cheltuia banii de parcă aveau să se demodeze : pe curtezane, pe copii ilegitimi, cu procese împotriva executorilor socrului său, cumpărându-și titlul de membru al Ordinului Jartierei, cu acțiuni de împotrivire față de Marea Reformă și față de Abrogarea Legilor Cerealelor – deci pe orice socotea el că e de competența treptei sale sociale de duce al unui întreg imperiu și întruchipare a stăpânului de pământ. Se mândrea cu „rezistența față de orice măsură de natură a dăuna intereselor agriculturii, indiferent ce guvern ar avansa o astfel de măsură". Și, într-adevăr, a preferat să demisioneze din funcția de Lord al Sigiliului Privat al guvernului lui sir Robert Peel decât să sprijine Abrogarea Legilor Cerealelor[10]. În 1845, deci înainte de scăderea prețurilor la cereale de la mijlocul secolului, era aproape copleșit de datorii. Cu un venit brut anual de 72.000 de lire sterline, el cheltuia 109.140 de lire sterline pe an și acumulase datorii de 1.027.282 de lire sterline[11]. Mare parte din veniturile sale erau absorbite de plata dobânzilor (unele rate la credite ajungând chiar și la 15% pe an) și de primele pentru asigurare de viață care constituiau probabil speranța cea mai sigură a creditorilor că își vor vedea banii[12]. Dar mai trebuia să vină și o nebunie care să pună capăt tuturor.



Casa Stowe : grandoare aristocratică, ipotecată până la ultimul cui

Pentru pregătirea unei mult dorite vizite a reginei Victoria și a prințului Albert din ianuarie 1845, ducele a renovat Casa Stowe din temelii, înțesând-o cu tot ce însemna

ultima modă în privința mobilierului de lux. În baia regală erau întinse chiar și piei de tigru. Regina Victoria a remarcat înțepată: „Nici eu nu am astfel de splendori în castelele mele". Și de parcă nu ar fi fost destul, ducele a convocat întregul Regiment Yeomanry (pe cheltuiala sa) pentru a trage salve de artilerie în momentul în care regina și consortul ei pășeau pe domeniul său. Patru sute de oameni de pe domeniul său erau aliniați călare pentru a-i întâmpina, ca și alte sute de țărani îmbrăcați în haine de sărbătoare, trei fanfare și detașamente speciale de poliție aduse de la Londra pentru această zi[13]. A fost ultima lovitură dată finanțelor ducelui. Pentru a evita ruinarea totală a familiei, marchizul de Chandos, fiul ducelui de Buckingham, a fost sfătuit să preia controlul averii tatălui său de îndată ce va ajunge la vârsta majoratului. După multe încleștări în instanțe, fiul a reușit să preia conducerea[14]. În august 1848, spre consternarea ducelui, tot ce exista în Casa Stowe a fost scos la mezat. Și falnica sa casă și-a deschis larg ușile prin care au dat buzna vânătorii de chilipiruri care au început să liciteze pentru farfurii, vinuri, porțelanuri, obiecte de artă și cărți rare, ca și cum (după cum spunea rânjind *The Economist*) ducele „ar fi fost un negustor falit de tacâmuri și veselă"[15]. Profitul net total al acestei licitații a fost de 75.000 de lire sterline. Nimic nu putea simboliza mai bine declinul aristocrației în noua epocă.

După ce a divorțat de îndelung înșelata și îndurerata sa soție din Scoția, a cărei garderobă a fost confiscată de oamenii șerifului din Londra, ducele a fost silit să se mute din Casa Stowe într-o casă cu chirie. Și și-a dus traiul de pe o zi pe alta în clubul său din Londra, Clubul Carlton, străduindu-se să scrie o serie de memorii, departe de a fi demne de încredere, continuând, incorigibil, să se țină de fustele actrițelor și ale soțiilor altora. Obișnuit pe vremuri să-și depășească nelimitat posibilitățile, acum bombănea amărât că fiul său îi oferea „cu zgârcenie, ca să-mi onorez rangul, venitul unui ofițer care nu mai are nimic în afară de soldă cu care să-și achite cheltuielile"[16]. Și fiul

> în ceasuri de deznădejde și-a alungat în lume tatăl, neglijat, urgisit și persecutat... După ce a pus mâna pe averea și domeniul său, și le-a însușit în dauna tatălui său, împotriva oricărui principiu de onoare și dreptate și... a ajuns să se uite la dezonoarea și înjosirea tatălui său[17].

Și se plângea tuturor celor de la Carlton care stăteau să-l asculte că „mă vedeți acum otrăvit și jefuit"[18]. Când în cele din urmă a murit, în 1861, se afla la Hotelul Great Western, din stația de cale ferată Paddington, pe cheltuiala fiului său. În mod simbolic, chibzuitul său fiu era în acel moment președinte al Companiei de Căi Ferate Londra-Northwestern[19]. Se pare că în noua lume modernă, o slujbă sigură însemna mai mult decât un titlu de noblețe moștenit, indiferent câți acri de pământ ai fi avut.

Căderea ducelui de Buckingham a prevestit o nouă epocă, democrată. Reformele electorale din 1832, 1867 și 1884 au erodat ce mai rămăsese din citadela aristocrată în politica britanică. La sfârșitul secolului al XIX-lea, dacă plăteai 10 lire sterline chirie pe an era suficient ca să ai drept de vot, ca și cum ai fi câștigat anual 10 lire sterline venit din proprietate. Acum electoratul ajunsese la 5.5 milioane de alegători – 40% din bărbații majori. În 1918 a fost înlăturată și această ultimă condiție, iar după 1928, toți adulții, bărbați sau femei, au dobândit drept de vot. Dar odată cu instituirea votului universal nu a însemnat că și șansa de a avea o proprietate era universală. Dimpotrivă: în 1938, mai puțin de o treime din locuințele din Marea Britanie erau deținute de cei care le ocupau. Iar adevărata democrație imobiliară avea să apară de cealaltă parte a Atlanticului. Și se va naște din cea mai severă criză financiară cunoscută vreodată.







Trei generaţii de aristocraţi:
(stânga-sus) Richard Grenville, primul duce de Buckingham
(dreapta-sus) Richard Grenville, al 2-lea duce de Buckingham
(stânga-jos) Richard Grenville, al 3-lea duce de Buckingham

Democrația imobiliară

Pentru un englez, casa lui e citadela lui, sau cel puţin aşa se spune. Şi americanii cunosc vorbele astea (după cum spune Dorothy în *Vrăjitorul din Oz*) – nicăieri nu-i ca acasă, chiar dacă aproape toate casele arată la fel. Dar originile modelului anglo-american al locuinţei familiei bine echipate rezidă atât în domeniul politicii guvernamentale, cât şi în domeniul cultural. Dacă vechiul sistem bazat pe elita proprietarilor era în esenţă britanic, democraţia imobiliară a fost creată în America.

Înaintea anilor 1930, doar puţin peste două cincimi dintre americani erau şi proprietarii locuinţelor în care trăiau. Dacă nu erai fermier, ipoteca era o excepţie, şi nu regula. Şi cei câţiva care împrumutaseră bani pentru a-şi cumpăra casa în anii 1920 s-au trezit în faţa unor dificultăţi mari când a venit Marea Depresiune, mai ales când capul familiei era printre milioanele de oameni care şi-au pierdut slujbele şi veniturile. Ipotecile erau pe termen scurt, de obicei pe trei până la cinci ani, şi nu erau amortizate. Cu alte cuvinte, oamenii plăteau dobânzi la credit, dar nu şi suma pe care o împrumutaseră (capitalul de bază) până la încheierea termenului împrumutului, aşa încât la urmă se trezeau în faţa unei datorii umflate care trebuia plătită la final. Diferenţa medie (spreadul) dintre rata ipotecii şi randamentul obligaţiunilor unor corporaţii de vârf era de două puncte procentuale în cursul anilor 1920, în comparaţie cu jumătate de punct (cincizeci de puncte de bază) din ultimii douăzeci de ani. Existau şi variaţii regionale substanţiale în privinţa ratelor ipotecii[20]. Când economia a luat-o primejdios la vale, unii creditori au refuzat pur şi simplu să le reînnoiască. În 1932 şi 1933 au fost peste jumătate de milion de executări silite. La mijlocul lui 1933, peste o mie de ipoteci au fost executate silit în fiecare zi. Preţul locuinţelor a scăzut cu peste o cincime[21]. Industria construcţiilor a intrat în colaps, demonstrând (ca în toate cazurile de recesiune din secolul XX) în ce măsură economia de ansamblu a Statelor Unite se baza pe investiţiile din domeniul imobiliar ca motor al creşterii[22]. Deşi efectele crizei au fost probabil mai devastatoare la ţară, unde preţul terenurilor a scăzut sub jumătate faţă de perioada de vârf din 1920, nici soarta oraşelor americane nu a fost mai roz. Chiar şi chiriaşii se chinuiau să-şi plătească chiria, în condiţiile în care nu se bazau decât pe ajutorul de şomaj. În Detroit, de exemplu, industria de automobile nu folosea decât jumătate din numărul muncitorilor pe care-i avea în 1929, şi aceştia cu jumătate de salariu. Astăzi ne este greu să ne imaginăm dimensiunile Marii Depresiuni : suferinţele şi şomajul aproape generalizat, umilinţele blidului de supă de la cantinele săracilor, bejenia disperată în căutarea unui loc de muncă inexistent. În 1932, cei rămaşi pe drumuri din cauza crizei au simţit că le ajunsese cuţitul la os.

Pe 7 martie 1932, cinci mii de şomeri daţi afară de la Compania Ford Motor au mărşăluit prin centrul oraşului Detroit cerând ajutor. Când mulţimea neînarmată a ajuns la Poarta 4 a uzinei companiei River Rouge din Dearborn, au izbucnit tulburările. Porţile fabricii s-au deschis brusc şi un grup de poliţişti înarmaţi şi oameni de la pază s-au repezit şi au tras în mulţime. Cinci muncitori au fost ucişi. Câteva zile mai târziu, 60.000 de oameni cântau *Internaţionala* la funeraliile celor ucişi. Ziarul Partidului Comunist îl acuza pe Edsel Ford, fiul lui Henry, fondatorul companiei, că a permis masacrul : „Tocmai tu, patron al artelor, stâlp al Bisericii Episcopale, stăteai pe pasarela de la Uzina Rouge şi te uitai cum sunt ucişi muncitorii. Nu ai mişcat un deget ca să împiedici masacrul”[23]. Se putea oare face ceva pentru a dezamorsa ceea ce începea să aducă a situaţie revoluţionară ?

Ca un gest remarcabil de reconciliere, Edsel Ford s-a adresat pictorului mexican Diego Rivera, care fusese invitat de Institutul de Arte din Detroit să picteze o frescă pentru a ilustra economia oraşului Detroit ca un loc al cooperării, şi nu al luptei de clasă. Şi locul ales pentru frescă a fost imensul hol Garden Court, un spaţiu care l-a atras pe Rivera în aşa măsură încât a propus să picteze nu doar două fresce, cum i s-a sugerat iniţial, ci douăzeci şi şapte. Impresionat de schiţele preliminare, Ford a fost de acord cu întregul plan, la un preţ de aproximativ 25.000 de dolari. Lucrarea a început în mai 1932, la două luni de la confruntarea de la uzinele River Rouge, iar în martie 1933 Rivera a încheiat-o. Ford ştia bine că Rivera era comunist (deşi era un troţkist neortodox dat afară din Partidul Comunist Mexican)[23]. Idealul său era o societate în care să nu existe proprietate privată; în care mijloacele de producţie să fie în proprietate comună. În opinia lui Rivera, uzinele River Rouge ale lui Ford reprezentau exact contrariul: o societate capitalistă în care muncitorii munceau, iar proprietarii, care adunau roadele eforturilor acestora, stăteau şi se uitau. Rivera a căutat să exploateze şi deosebirile rasiale care reprezentau o trăsătură izbitoare a oraşului Detroit, dând elementelor necesare pentru producerea oţelului trăsături antropomorfice. După cum explică el însuşi alegoria:

> Rasa galbenă reprezintă nisipul, acesta fiind cel mai numeros. Rasa roşie, prima sosită în această ţară, e precum minereul de fier, primul element necesar producerii oţelului. Rasa neagră e precum cărbunele, pentru că are un simţ estetic înnăscut, o veritabilă flacără de sentimente şi frumuseţe în vechea sculptură, ritmul şi muzica sa înnăscută. Astfel simţul său estetic e precum focul, iar truda sa dă tăria pe care carbonul din cărbune o împrumută oţelului. Iar rasa albă e varul, nu numai pentru că acesta e şi el alb, ci pentru că varul este agentul organizator în producerea oţelului. El leagă laolaltă toate celelalte elemente şi, în felul ăsta, vedem rasa albă ca marele organizator al lumii.



Marş al foamei în Detroit, martie 1932



Poliţia foloseşte gaze lacrimogene împotriva demonstranţilor



Protest sub sloganul „Zdrobiţi teroarea poliţiei lui Ford-Murphy”, după moartea a cinci demonstranţi

În 1933, când au fost dezvelite frescele, mai-marii oraşului au fost cutremuraţi. După cum remarca dr. George H. Derry, preşedintele Colegiului Marygrove:

> Senor Rivera i-a făcut o farsă cumplită angajatorului său capitalist, Edsel Ford. Rivera a fost angajat să simbolizeze oraşul Detroit, iar el le-a pus în braţe domnului Ford şi muzeului un manifest comunist. Primul panou care îţi sare în ochi când intri în încăpere este cel al motivelor comuniste care animă şi explică întregul ansamblu. Oare femeile din Detroit se vor simţi flatate când vor descoperi că sunt întruchipate de femeia aceea cu chip împietrit, masculin, lipsit de feminitate, care imploră ajutor şi speranţă de la sora sa cu trăsături asiatice, languroasă şi grosolan senzuală aflată în cealaltă parte a panoului?[24]

Unul dintre consilierii municipali susţinea că dacă pereţii erau acum daţi cu var ar fi fost prea puţin, pentru că în viitor varul putea fi spălat. El voia să fie înlăturată cu totul lucrarea lui Rivera, aceasta fiind „o caricatură a spiritului oraşului Detroit". Şi cam acelaşi lucru avea să i se întâmple lui Rivera şi cu următoarea lucrare – decorarea pereţilor Centrului Rockefeller din New York, comandată de John D. Rockefeller Jr. –, după ce artistul a insistat să includă un portret al lui Lenin şi lozinci comuniste precum „Jos războaiele imperialiste!", „Proletari, uniţi-vă!" şi, cea mai şocantă dintre toate, „Desfiinţaţi banii!". Şi toate aceste lozinci urmau a fi purtate de demonstranţi mărşăluind chiar pe Wall Street. Scandalizat, Rockefeller a ordonat distrugerea lucrării.

E minunată puterea artei. Dar s-a înţeles limpede că era nevoie de ceva mai puternic decât arta pentru a da coeziune unei societăţi pe care criza economică o despicase în două. Multe alte ţări au fost împinse spre un totalitarism extrem. Dar în Statele Unite răspunsul a fost aşa-numitul New Deal. În timpul primului mandat al administraţiei preşedintelui Franklin D. Roosevelt s-a înregistrat o proliferare a unor noi agenţii guvernamentale federale şi iniţiative menite să stimuleze încrederea în economia blocată a Statelor Unite. În valul de acronime născute din iniţialele New Deal, e foarte uşor să trecem cu vederea faptul că cea mai de succes şi mai trainică componentă pe care-o oferea *noul contract* era cea referitoare la locuinţe. Prin modificarea radicală a măsurilor în vederea oferirii unor şanse ca americanii să poată avea o locuinţă proprie, administraţia Roosevelt a fost iniţiatoarea ideii de democraţie imobiliară. S-a dovedit a fi antidotul perfect în faţa revoluţiei roşii.

Dintr-o anumită perspectivă, New Deal a fost o încercare a guvernului de a interveni acolo unde piaţa înregistrase un eşec. Dintre partizanii New Deal, unii au sporit măsurile pentru construirea locuinţelor de stat, model care a fost adoptat de majoritatea ţărilor europene. Într-adevăr, Administraţia Lucrărilor Publice a cheltuit aproape 15% din bugetul său pentru construirea de locuinţe ieftine şi eradicarea mahalalelor. Dar de mult mai mare importanţă au fost măsurile administraţiei Roosevelt de salvare a pieţei ipotecare care se scufunda rapid. O nouă Corporaţie de Credit pentru Locuinţe a intervenit pentru refinanţarea ipotecilor pe termen lung, până la cincisprezece ani. Încă din 1932 luase fiinţă un Birou Federal de Credit Bancar pentru Locuinţe în vederea supravegherii şi încurajării creditorilor ipotecari din ţară cunoscuţi sub numele de asociaţiile Savings and Loan (Economisire şi Creditare, sau *chibzuiţii*) sau asociaţiile de fonduri mutuale precum societăţile de construcţii britanice, care primeau depozite şi creditau cumpărătorii de locuinţe. Roosevelt a introdus şi sistemul de garantare federală a depozitelor pentru a-i asigura pe deponenţii ce fuseseră traumatizaţi de falimentele băncilor din ultimii trei ani. Ideea era că investiţiile în ipoteci erau mai sigure decât locuinţele, pentru că, dacă debitorii nu plăteau, guvernul avea să-i despăgubească pe deponenţi[25]. Teoretic, asociaţiile Savings and Loan nu ar fi putut fi luate cu asalt de deponenţi aşa cum se întâmpla cu banca aparţinând familiei Bailey –

Bailey Building & Loan – din clasicul film al lui Frank Capra din 1946 *O viață minunată*, pe care George Bailey (interpretat de Jimmy Stewart) se chinuia să o mențină pe linia de plutire. „Știi, George, îi spune tatăl său, cred că și noi, cu mijloacele noastre modeste, facem un lucru important. Noi satisfacem o nevoie fundamentală. E adânc inrădăcinată în rasa umană nevoia de a avea acoperișul tău deasupra capului, să ai vatra ta, iar noi ajutăm omul să-și dobândească aceste lucruri din biroul ăsta amărât." George îi înțelege mesajul și încearcă pătimaș să i-l explice, după moartea tatălui său, lui Potter, proprietarul unor imobile de mahala:

> [Tatăl meu] nu s-a gândit niciodată doar la el... Și i-a ajutat pe câțiva oameni să scape din mahalaua dumitale, domnule Potter. Și ce-i rău în asta? În felul acesta nu au ajuns mai buni cetățeni? Nu au ajuns ei și niște clienți mai buni?... Spuneai... că trebuie să aibă răbdare și să adune ban cu ban înainte să se gândească măcar că vor avea vreodată casa lor. Să aștepte! Să aștepte ce? Până când copiii lor vor ajunge mari și-i vor părăsi? Până vor ajunge atât de bătrâni și dărâmați încât... Știi cam câtă vreme îi trebuie unui muncitor să adune cinci mii de dolari? Domnule Potter, acești amărâți despre care vorbești... ei sunt cei care trudesc cel mai mult, ei sunt cei care plătesc și viețuiesc și mor în comunitatea asta. Ei bine, e prea mult să-i ajutăm să muncească, să plătească, să trăiască și să moară într-o casă decentă cu două camere și o baie?



O viață minunată: filmul lui Frank Capra evidențiază virtuțile unui „chivernisit" local, sau alegoria Savings and Loan, cu Jimmy Stewart in rolul indrăgitului bancher ipotecar

Această afirmare radicală a capacității de a avea o casă proprietatea ta era ceva nou. Dar ceea ce a însemnat o schimbare categorică pentru americanii dornici să-și cumpere o casă a fost implicarea Administrației Federale a Locuințelor (FHA), care s-a străduit să încurajeze creditarea masivă (până la 80% din valoarea locuinței), pe termen lung (douăzeci de ani), pe deplin amortizată și cu dobânzi mici, prin oferirea de garanții

federale pentru creditorii ipotecari. Aceste măsuri au făcut mai mult decât să dezmorţească piaţa ipotecară – au reinventat-o. Prin standardizarea împrumuturilor ipotecare pe termen lung şi crearea unui sistem naţional de inspecţii şi evaluări oficiale, FHA a pus bazele unei pieţe naţionale secundare. Această piaţă s-a născut în 1938, când o nouă Asociaţie Federală Ipotecară Naţională – poreclită Fannie Mae – a fost autorizată să emită obligaţiuni şi să întreprindă acţiuni pentru cumpărarea de ipoteci de la agenţiile locale ale Savings and Loan, a căror activitate era acum îngrădită de reglementări privind atât aria geografică (nu puteau oferi credite decât pe o rază de cincizeci de mile de la sediul birourilor lor), cât şi dobânzile pe care le puteau oferi deponenţilor (aşa-numita Reglementare Q, care impunea un plafon redus). Întrucât aceste modificări impuneau o reducere a ratei medii lunare a plăţilor la creditul imobiliar, FHA a creat premisele pentru ca mult mai mulţi americani să aibă acces la cumpărarea unei case. Şi, într-adevăr, nu e prea mult dacă spunem că peisajul modern al Statelor Unite, cu suburbiile sale seducător de asemănătoare, s-a născut atunci.

Începând cu anii 1930, guvernul Statelor Unite a garantat piaţa ipotecară, încurajându-i atât pe creditori, cât şi pe debitori. Aceasta a făcut să crească exponenţial proprietatea privată, dar şi datoria ipotecară, după al Doilea Război Mondial, făcând ca procentul celor care deţin o locuinţă să crească de la 40% la 60% în 1960. Dar exista şi un hop. Nu oricine în societatea americană era îndreptăţit să fie proprietar de locuinţă.

În 1941, un dezvoltator imobiliar a construit un zid de aproape doi metri drept prin mijlocul districtului 8 Mile din Detroit. A fost nevoit să-l construiască pentru a se califica pentru primirea unui credit ipotecar de la Administraţia Federală a Locuinţelor. Împrumutul urma să fie acordat pentru construcţia de locuinţe numai în partea zidului unde rezidenţii erau mai ales albi. În zona cu populaţie predominant de culoare nu se acordau împrumuturi federale, pentru că negrii erau socotiţi a nu fi de încredere[26]. Şi această măsură era doar o parte a sistemului ce împărţea oraşul în două, teoretic din punctul de vedere al garanţiei creditării, în practică pe considerente rasiale. Cu alte cuvinte, segregaţia rasială nu era ceva accidental, ci un rezultat direct al politicii guvernamentale. Harta conducerii Băncii Federale de Credit pentru Locuinţe indica zonele din Detroit cu populaţie predominant de culoare – Lower East Side şi aşa-numitele colonii din West Side şi 8 Mile –, care erau marcate cu litera D şi colorate în roşu. Zonele marcate cu literele A, B, sau C erau populate în majoritate de albi. Această deosebire explică de ce practica acordării unui rating de credit negativ unor zone întregi ajunsese să fie cunoscută sub numele de *redlining* (discriminare financiară)[27]. Drept urmare, când cei din zonele D doreau să ia un credit ipotecar, de obicei plăteau o rată a dobânzii mult mai mare decât cei din zonele A sau C. În anii 1950, unu din cinci debitori negri de credite ipotecare plăteau 8% sau mai mult, în vreme ce nici un alb nu plătea mai mult de 7%[28]. Aceasta era dimensiunea financiară ascunsă a luptei pentru drepturi civile.

Detroit a fost sediul unor antreprenori negri de succes precum Berry Gordy, fondatorul casei de discuri Motown, care a înregistrat cel mai mare succes – foarte nimerit – cu *Money, That's What I Want* al lui Barrett Strong, în 1961. Alte stele ale studioului de înregistrări Motown, precum Aretha Franklin şi Marvin Gaye, locuiesc încă în Detroit. Cu toate acestea, pe tot parcursul anilor 1960 a dăinuit prejudecata că acele cartiere de negri aveau un risc crescut de creditare. Tulburările izbucnite pe 12th Street din Detroit pe 23 iulie 1967 au avut la bază revolta faţă de discriminarea economică. În cele cinci zile de tulburări, după ce poliţia a făcut o descindere într-un bar clandestin (în argou,

„blind pig"), patruzeci şi trei de oameni au fost ucişi, 467 răniţi, peste 7.200 arestaţi şi aproape 3.000 de locuinţe au fost jefuite sau incendiate – simbol devastator al respingerii de către democraţia imobiliară a populaţiei de culoare, negrii fiind socotiţi drept cetăţeni de mâna a doua[29]. Chiar şi astăzi se mai văd zone rămase în paragină în urma revoltelor de atunci. A fost nevoie de intervenţia armatei, cu tancuri şi mitraliere, pentru a înăbuşi ceea ce oficial s-a recunoscut a fi o insurecţie.

În anii 1930, ameninţarea violenţelor a determinat o reacţie politică. În urma legislaţiei privind drepturile civile din anii 1960 s-au făcut noi paşi spre lărgirea accesului la dobândirea unei locuinţe în proprietate. În 1968, Fannie Mae a fost împărţită în două: Asociaţia Naţională Guvernamentală Ipotecară (Ginnie Mae), care urma să aibă grijă de debitori mai săraci, cum ar fi veteranii din armată, şi Fannie Mae, cu un nou statut de funcţionare, devenită acum o întreprindere privată sponsorizată de stat (GSE), căreia i s-a dat dreptul de a cumpăra credite ipotecare obişnuite, ca şi din cele garantate de stat. Doi ani mai târziu, pentru a introduce oarece competiţie pe această piaţă secundară, a fost înfiinţată şi Corporaţia Federală Ipotecară de Credit pentru Locuinţe (Freddie Mac). Efectul a fost acela că piaţa secundară a creditelor ipotecare s-a lărgit din nou şi, cel puţin teoretic, măsura era menită să reducă rata dobânzilor la creditele ipotecare. Nu e nevoie să subliniem faptul că discriminarea financiară bazată pe criterii rasiale nu a dispărut peste noapte, dar a devenit o infracţiune federală[30]. Într-adevăr, odată cu Legea Reinvestiţiilor Comunitare din 1977, băncile americane au fost obligate in mod legal să crediteze minorităţile mai sărace. Iar acum, cu piaţa imobiliară americană garantată de ceea ce părea a fi o versiune financiară a grupului The Mamas & the Papas – Fannie, Ginnie & Freddie –,vântul politic se anunţa favorabil democraţiei imobiliare. Cei care conduceau Savings and Loan puteau acum să se bazeze pe confortabila regulă 3-6-3 – 3% la depozite, 6% la credite şi la ora 3 după-amiază, în fiecare zi, pe terenul de golf.

Rata achiziţiilor de locuinţe în Anglia evolua mai încet faţă de reprezentarea populaţiei de pe celălalt mal al Atlanticului. În Marea Britanie de după război, opinia tradiţională în rândul politicienilor conservatori şi laburişti era aceea că statul trebuia să ofere sau cel puţin să subvenţioneze construcţia de locuinţe pentru clasa muncitoare. Într-adevăr, Harold Macmillan a încercat să-i depăşească pe laburişti promiţând un număr de 300.000, mai apoi 400.000 de noi locuinţe pe an. Între 1959 şi 1964, cam o treime din locuinţele noi au fost construite de consiliile locale, ajungând la jumătate în cei şase ani ulteriori de guvernare laburistă. Blocurile-turn de locuinţe, urâte şi nefuncţionale, care schimonosesc astăzi cele mai multe dintre oraşele britanice pot fi puse pe seama ambelor partide. Singura diferenţă reală dintre dreapta şi stânga politică a fost promptitudinea conservatorilor de a liberaliza piaţa privată de închirieri, în speranţa de a-i încuraja pe proprietarii privaţi, şi determinarea la fel de hotărâtă a laburiştilor de a reimpune controlul asupra chiriilor şi de a condamna „rachmanismul" (atitudinea exploatatoare a proprietarilor), exemplificat de Peter Rachman, care folosea intimidarea pentru a-i evacua pe locatarii din locuinţele supuse controlului chiriilor, înlocuindu-i cu imigranţi din vestul Indiei, care erau obligaţi să plătească chirii la preţul pieţei[31]. Încă şi mai târziu, în 1971, mai puţin de jumătate dintre britanici locuiau în case pe care le aveau în proprietate.

În Statele Unite, unde casele proprietate de stat n-au fost niciodată într-un număr foarte mare, plata dobânzii ipotecare se putea deduce întotdeauna la calculul impozitelor, de la stabilirea impozitului federal pe venit în 1913[32]. După cum sublinia Ronald Reagan atunci când a fost atacată această scutire de impozit, reducerea dobânzii ipotecare a fost „parte

a visului american"*. Această măsură a avut un rol mult mai scăzut în Marea Britanie până în 1983, când un guvern conservator mai radical condus de Margaret Thatcher, a introdus Deducerea la Sursă a Dobânzii Ipotecare (MIRAS) pentru primele 30.000 de lire sterline pentru o ipotecă garantată. Când Nigel Lawson, ministru al Trezoreriei din guvernul ei, a încercat să limiteze deducerea (astfel încât mai mulţi debitori să nu poată beneficia de deducere pentru aceeaşi proprietate), imediat „s-a izbit de hotărârea de neclintit a lui Margaret [Thatcher] de a menţine deducerea dobânzii ipotecare"[33]. Iar MIRAS nu a fost singura modalitate prin care Thatcher a încercat să încurajeze proprietatea asupra locuinţei. Prin măsurile luate de a vinde casele deţinute de consilii la preţ redus unui număr de un milion şi jumătate de doritori din familiile de muncitori, ea a făcut în aşa fel încât tot mai mulţi bărbaţi şi femei din Anglia să aibă casa lor. Rezultatul a fost un salt al procentului celor care deţin casa în care stau de la 54% în 1981 la 67% zece ani mai târziu. Iar numărul locuinţelor proprietate personală a crescut de la numai 11 milioane în 1980 la mai bine de 17 milioane în prezent[34].

Până în anii 1980, măsurile guvernamentale de stimulare a vânzării şi cumpărării de imobiliare au avut rost pentru locuinţele obişnuite. Într-adevăr, tendinţa ratei inflaţiei de a depăşi rata dobânzilor la sfârşitul anilor 1960 şi în anii 1970 le-a oferit debitorilor o şansă de câştig, având în vedere că valoarea reală a datoriei şi a dobânzii a scăzut. În vreme ce americanii care cumpărau case la mijlocul anilor 1970 anticipau o rată a inflaţiei de cel puţin 12% până în 1980, firmele de credit ipotecar ofereau rate fixe la împrumut de 9% sau chiar mai puţin[35]. O vreme, creditorii îi plăteau efectiv pe oameni să împrumute bani de la ei. Între timp, preţul caselor a crescut în mare de trei ori între 1963 şi 1979, în vreme ce preţurile bunurilor de consum au crescut cu doar 2,5%. Dar doctoria avea şi o parte amară. Aceleaşi guverne care îşi declaraseră încrederea în „democraţia imobiliară" s-au răzgândit şi au început să se închine la stabilitatea preţurilor sau cel puţin la o rată mai redusă a inflaţiei. Pentru aceasta trebuiau crescute ratele dobânzilor. Consecinţa la care nu s-a gândit nimeni a fost o perioadă a celor mai răsunătoare boomuri şi falimente din istoria pieţei imobiliare.

De la S&L la credite ipotecare neperformante

Să facem o plimbare pe Interstate 30 de la Dallas, Texas, şi nu se poate să nu vedem kilometri întregi de clădiri şi complexe rezidenţiale construite pe jumătate. Existenţa lor e una dintre ultimele urme vizibile ale unora dintre cele mai mari scandaluri financiare din istoria Statelor Unite, o escrocherie care a reprezentat o bătaie de joc la adresa întregii idei de proprietate imobiliară ca investiţie sigură. Ceea ce urmează nu e atât povestea imobiliarelor realiste, cât a imobiliarelor suprarealiste.

Asociaţiile Savings and Loan (S&L) – versiunea americană a societăţilor de construcţie britanice – au fost fundaţia pe care a ajuns să se sprijine democraţia imobiliară din America. Aceste asociaţii erau proprietatea deponenţilor şi erau în acelaşi timp protejate, dar şi supuse unor constrângeri impuse de cadrul unor legislaţii guvernamentale[36]. Depozitele de până la 40.000 de dolari erau asigurate de stat pentru o primă de numai 0,083% din totalul depozitelor. Pe de altă parte, aceste asociaţii puteau acorda împrumuturi doar unor debitori aflaţi pe o rază de 50 de mile de la sediul central al asociaţiei. Iar din 1966, potrivit Reglementării Q, exista un plafon de 5,5% pentru rata dobânzilor la

* Astăzi, în jur de 37 de milioane de americani, individuali sau în cupluri, cer deducerea pentru ipoteci de până la un milion de dolari, ceea ce pentru Trezoreria Statelor Unite înseamnă un cost de 76 miliarde de dolari.

depozite, cu 0,25% mai mult față de cât le era îngăduit băncilor să plătească. Spre sfârșitul anilor 1970, acest sector adormit a fost lovit mai întâi de o inflație de două cifre – care a ajuns la 13,3% în 1979 –,apoi de creșterea abruptă a dobânzilor când noul președinte al Rezervelor Federale, Paul Volcker, a încercat să oprească spirala prețuri-salarii prin încetinirea creșterii masei monetare. Această dublă lovitură a fost mortală. S&L au început simultan să piardă bani la creditele ipotecare pe termen lung cu dobândă fixă, din pricina inflației, dar și din cauza unei hemoragii financiare a depozitelor care au migrat spre fonduri cu dobânzi mai mari. Reacția de la Washington a administrațiilor Carter și Reagan a fost încercarea de a salva întregul sector prin scutiri de impozit și înlăturarea restricțiilor*, în speranța că forțele pieței vor rezolva problema[37]. După ce a fost votată noua legislație, președintele Reagan declara: „La urma urmei, cred că am tras lozul cel mare"[38]. Unii, cu siguranță, da.

Pe de o parte, asociațiile S&L puteau acum să-și investească banii în orice voiau, nu numai în credite ipotecare pe termen lung. Era permis orice: proprietăți comerciale, acțiuni, obligațiuni nesigure. Puteau să emită chiar și cărți de credit. Pe de altă parte, puteau oferi orice dobândă la depozite, după cum le era voia. Și totuși, depozitele lor erau deocamdată asigurate efectiv, acoperirea cea mai mare având-o cele între 40.000 și 100.000 de dolari. Și, ca și cum depozitele obișnuite nu erau suficiente, S&L puteau accesa bani și sub forma unor depozite brokerate – consolidate prin multiple alte depozite mai mici – de samsari care apoi le vindeau sub forma unor certificate de depozit „jumbo" de 100.000 de dolari[39]. Dintr-odată, cei care conduceau Savings and Loan nu mai aveau nimic de pierdut – o situație limpede pe care economiștii o numesc hazard moral[40]. Ceea ce s-a întâmplat după aceea ilustrează perfect preceptul financiar enunțat de William Crawford, șeful Departamentului de Economie și Împrumuturi din California: „Cea mai eficientă modalitate de a jefui o bancă este să fii proprietarul ei"[41]. Unele asociații S&L au riscat banii deponenților în proiecte foarte dubioase. Mulți chiar au delapidat depozitele, de parcă liberalizarea însemna că legea pentru ei nu se mai aplică. Și aceste practici n-au fost nicăieri mai frecvente ca în Texas.

Când nu răcneau cum le era felul ca la fermele Southfork, cowboy-i proprietari din Dallas aveau chef să facă afaceri la restaurantul Wise Circle Grill[42]. Printre clienții obișnuiți care se bucurau aici de un mic dejun târziu se numărau Don Dixon, a cărui filială S&L din Vernon era poreclită Vermina de către cei de la autoritatea de reglementare[43], Ed McBirney de la Sunbelt („Gunbelt")** și Tyrell Barker, patron și director executiv la State Savings and Loan, care obișnuia să le spună dezvoltatorilor imobiliari: „Voi veniți cu mocirla aia de teren, eu vin cu banii"[44]. Unul dintre indivizii care au venit și cu mocirla de teren, și cu banii a fost Mario Renda, broker din New York, de la Teamsters Union, despre care se spune că folosea Savings and Loan pentru a spăla banii mafiei. Când avea nevoie de bani gheață, dădea un anunț în *New York Times*:

BANI DE DEPOZIT: OBSTACOLE DE CREDITARE ÎNLĂTURATE PRIN DEPUNERE DE FONDURI LA BANCA LOCALĂ: O NOUĂ ABORDARE GARANTATĂ DE FINANȚARE[45].

Și dacă ai de gând să ridici un imperiu imobiliar, de ce nu spui? Pentru un grup de dezvoltatori din Dallas, Empire Savings and Loan a reprezentat șansa perfectă de a face

* Principalele legi au fost Legea privind controlul monetar și liberalizarea operațiunilor instituțiilor bancare din 1980 și Legea Garn-St Germain privind instituțiile de depozitare din 1982.
** Joc de cuvinte: *sunbelt* – zonă de stațiuni litorale în general, și *gunbelt* – centură pentru revolvere, tipică în Texas (n.tr.).

o avere pur şi simplu din nimic – sau mai degrabă din întinderea texană. Suprarealismul a început când preşedintele de la Empire, Spencer H. Blain Jr., s-a înhăitat cu James Toler, primarul oraşului Garland, şi un infatuat repetent de liceu devenit dezvoltator imobiliar pe nume Danny Faulkner, a cărui specialitate era extravaganta generozitate pe banii altora. Banii de care era vorba proveneau din depozite brokerate, pentru care Empire plătea nişte dobânzi ispititor de mari. Faulkner Point, din apropierea mohorâtului lac artificial cunoscut sub numele de Ray Hubbard, la douăzeci de mile est de Dallas, era primul avanpost al unui imperiu imobiliar care mai apoi va cuprinde Faulkner Circle, Faulkner Creek, Faulkner Oaks – chiar şi Faulkner Fountains. Şmecheria favorită a lui Faulkner era „învârteala", prin care dobândea o bucată de teren pe mai nimic, pe care apoi o vindea cu un preţ mult umflat investitorilor, care împrumutau bani de la Empire Savings and Loan. Una dintre aceste parcele de teren a fost cumpărată de Faulkner cu 3 milioane de dolari şi a vândut-o câteva zile mai târziu cu 47 de milioane de dolari. Danny Faulkner pretindea că nu ştia să citească, dar cu siguranţă ştia să numere.



Maestrul „învârtelilor" imobiliare: Danny Faulkner şi elicopterul său

Prin 1984, iniţiativele dezvoltatorilor din Dallas scăpaseră de sub control. De-a lungul autostrăzii 30, pe mile întregi, apăreau noi complexe rezidenţiale. Imaginea de perspectivă a oraşului a fost transformată de ceea ce oamenii locului au numit clădiri de birouri „transparente" – transparente pentru că cele mai multe erau goale. Dar construcţiile au continuat mai departe, plătite din depozite asigurate de guvernul federal, depozite care se duceau drept în buzunarele dezvoltatorilor. Cel puţin pe hârtie, activele de la Empire au crescut de la 12 milioane de dolari la 257 de milioane de dolari în doar doi ani de zile. În ianuarie 1984 ajunseseră la 309 milioane de dolari. Mulţi investitori nici n-au apucat să-şi vadă mai îndeaproape proprietăţile cumpărate; Faulkner îi plimba pur şi simplu cu elicopterul său pe deasupra, dar fără să aterizeze. Toată lumea făcea bani, ca

să nu mai vorbim de evaluatori, de investitorii din rândul vedetelor sportive şi de cei de la autoritatea de reglementare; şi toţi se mândreau – Faulkner cu Learjetul său de 4 milioane de dolari, Toler cu Rolls-Royce-ul său alb, Blain cu Rolexul de 4.000 de dolari. Bărbaţii purtau numai brăţări din aur, iar nevestele lor haine de blană[46]. Unul dintre cei implicaţi chiar declara: „Era ca o maşină de făcut bani, şi toţi banii se duceau unde avea chef Danny. Dacă Danny poftea un nou avion cu reacţie, ne apucam de o nouă afacere cu un teren. Dacă Danny voia să cumpere o nouă fermă, puneam de o altă afacere. Danny le învârtea pe toate pentru Danny, până în cel mai mic amănunt"[47]. Se presupune că linia dintre zgârcenie şi hoţie e foarte lată. Însă Faulkner & Co a redus-o la dimensiunea unui fir de păr.

Problema era că cererea de apartamente rezidenţiale pe Interstate 30 nu putea ţine pasul cu oferta generoasă confecţionată de Faulkner, Blain şi acoliţii lor. La începutul anilor 1980, gluma preferată a agenţilor imobiliari era că diferenţa dintre o boală venerică şi apartamentele rezidenţiale era aceea că de prima puteai scăpa. În plus, nepotrivirea dintre activele şi obligaţiile financiare ale celor mai multe asociaţii Savings and Loan ajunsese să arate dezastruos, în vreme ce continuau să acorde credite pe termen lung (insiderilor) folosindu-se de bani împrumutaţi pe termen scurt (de la outsideri). Când cei de la autorităţile de reglementare s-au decis, în cele din urmă, să acţioneze, toate aceste realităţi n-au mai putut fi ignorate. Pe 14 martie 1984, Edwin J. Gray, pe atunci preşedinte al Consiliul Federal al Băncilor pentru Împrumuturi Ipotecare Rezidenţiale, a dispus închiderea băncii Empire. Pentru Corporaţia Federală de Asigurare a Investiţiilor de Economii şi Împrumuturi (FSLIC), care se presupunea că trebuia să garanteze pentru depozitele S&L, asta a însemnat costuri în valoare de 300 de milioane de dolari. Dar acesta n-a fost decât începutul. Pe măsură ce alte şi alte firme erau supuse verificărilor, legiuitorii au început să şovăie, mai ales cei care primiseră contribuţii generoase pentru campanii electorale de la S&L*. Dar cu cât aşteptau mai mult, cu atât mai mulţi bani se duceau pe apa sâmbetei. În 1986 devenise clar că şi FSLIC era insolventă.

În 1991, în urma a două procese (dintre care la cel dintâi juriul a fost indecis), Faulkner, Blain şi Toler au fost acuzaţi de organizarea unui grup infracţional şi jefuirea a 165 de milioane de dolari de la Empire şi alte asociaţii S&L, prin afaceri frauduloase cu imobiliare. Fiecare a primit o condamnare de douăzeci de ani de închisoare şi obligaţia de restituire a milioane de dolari. Unul dintre procurori a numit Empire „una dintre cele mai agresive şi mai frauduloase escrocherii de investiţii imobiliare" pe care a întâlnit-o vreodată[48]. Cam acelaşi lucru se poate spune şi despre criza Savings and Loan în general; Edwin Gray a caracterizat-o drept „cea mai agresivă şi mai frauduloasă epocă din istoria naţională a activităţilor bancare". În total, aproape cinci sute de asociaţii S&L s-au prăbuşit sau au fost silite să se închidă, aproape tot atâtea au fost desfiinţate sub autoritatea Resolution Trust Corporation, înfiinţată de Congres tocmai pentru înlăturarea acestei harababuri. Conform unei aprecieri oficiale, aproape jumătate din instituţiile insolvente s-au confruntat cu „frauda şi comportamentul infracţional al insiderilor". În mai 1991, 764 de oameni au fost acuzaţi de diferite încălcări ale legii, dintre care 550 au fost găsiţi vinovaţi, iar 326 au fost condamnaţi la închisoare. Au fost şi amenzi de 8 milioane de

---

* Cel mai cunoscut caz a fost cel al lui Charles Keating, a cărui firmă Lincoln Savings and Loan din Irvine, California, a primit sprijin din partea a cinci senatori, între care şi John McCaine, când a fost strânsă cu uşa de Banca Federală pentru Împrumuturi Ipotecare Rezidenţiale. McCaine acceptase anterior contribuţii din partea lui Keating pentru acţiuni politice, dar a fost exonerat de Comitetul de Etică al Senatului pentru faptul de a fi procedat incorect.

dolari[49]. Costurile finale ale crizei Savings and Loan intre 1986 şi 1995 au fost în jur de 153 de miliarde de dolari (aproximativ 3% din produsul intern brut), dintre care contribuabilii au trebuit să achite 124 de miliarde de dolari, aceasta fiind cea mai costisitoare criză financiară de la Marea Depresiune[50]. Peste tot în Texas se văd rămăşiţele arheologice ale dezastrului: complexe rezidenţiale în paragină, construcţii ieftine pe bani furaţi care ulterior au fost dărâmate cu buldozerul sau incendiate. După douăzeci şi patru de ani, cea mai mare parte a Interstate 30 este un alt deşert texan.

Pentru contribuabilii americani, Savings and Loan a fost o lecţie imens de scumpă în privinţa pericolelor unei liberalizări prost concepute. Dar chiar şi atunci când asociaţiile S&L îşi dădeau duhul, criza a fost o şansă pentru un grup cu totul diferit de americani de a pune mâna rapid pe grămezi de dolari. Pentru cei care tranzacţionau obligaţiuni la Salomon Brothers, banca newyorkeză de investiţii, prăbuşirea garanţiilor ipotecare ale sistemului New Deal nu a constituit o criză, ci o minunată şansă. La fel de ahtiaţi după bani pe cât de vulgari erau la vorbă, „Marile Scule Bălăngănitoare" de la Salomon au întrevăzut încă din anii 1980 o cale de a valorifica garanţiile de stat ale ratelor dobânzilor. Iar când asociaţiile Savings and Loan, disperate, au început să-şi vândă creditele ipotecare în speranţa vană că vor rămâne solvabile, a apărut în scenă şi Lewis Ranieri de la Salomon. Nu mai e nevoie să spunem că „Lou" le-a cumpărat la un preţ de nimic. Cu o burtă proeminentă, cămăşi ieftine şi bancuri de Brooklyn, Ranieri (care şi-a început cariera în biroul de corespondenţe de la Salomon) era întruchiparea noului Wall Street, în totală opoziţie cu bancherii de investiţii, mereu la patru ace, cu costume şi bretele la modă, de la Brooks Brothers. Ideea lui era să reinventeze credite ipotecare adunând laolaltă mii de astfel de garanţii pentru nişte noi şi ademenitoare garanţii care puteau fi vândute ca alternative la tradiţionalele obligaţiuni de stat sau corporatiste – pe scurt, transforma ipotecile în obligaţiuni. Odată adunate grămadă, ratele datorate creditelor ipotecare puteau fi împărţite pe grupe cu diferite scadenţe şi riscuri de credit. Prima tranşă a acestui nou gen de titluri garantate ipotecar (cunoscute sub numele de obligaţiuni ipotecare garantate) a fost emisă în iunie 1983[51]. Se iveau zorii unei noi ere în finanţele americane.

Procesul era numit securitizare şi a fost o inovaţie care a transformat fundamental Wall Streetul, scuturând praful de pe o piaţă de obligaţiuni adormită până atunci şi făcând loc unei noi ere în care tranzacţiile anonime aveau să conteze mai mult decât relaţiile directe, personale de mai înainte. Şi încă o dată, tot guvernul federal se pregătea să plătească nota de plată a crizei. Majoritatea creditelor ipotecare continuau să se bucure de o garantare implicită din partea trioului susţinut de stat – Fannie, Freddie sau Ginnie –, ceea ce însemna că obligaţiunile care se foloseau de acele ipoteci ca garanţii colaterale puteau fi reprezentate, practic, drept obligaţiuni guvernamentale, de unde calificativul de „clasă investiţională". Între 1980 şi 2007, volumul unor astfel de titluri garantate ipotecar garantate de GSE-uri* a crescut de la 200 de milioane la 4 bilioane de dolari. Odată cu apariţia asiguratorilor privaţi de obligaţiuni, firme precum Salomon se puteau oferi şi să securitizeze aşa-numitele împrumuturi neconforme neeligibile pentru garanţii GSE. În 2007, capitalul privat din fondurile comune era suficient pentru securitizarea a 2 bilioane de dolari în datorii ipotecare rezidenţiale[52]. Doar în 1980, 10% din piaţa internă de ipoteci fusese securitizată; în 2007 se ajunsese la 56%**.

* Întreprinderi sponsorizate de stat (n.tr.).

** La sfârşitul anului 2006, întreprinderile sponzorizate de stat deţineau cea mai mare parte din creditele ipotecare, ridicându-se la 30% din totalul datoriilor restante. Băncile comerciale

Nu numai deşertăciunile omeneşti au sfârşit în pârjolul care era Wall Streetul anilor 1980, ci şi ultimele rămăşiţe ale modelului de afacere zugrăvit în *O viaţă minunată*. Cândva, între creditori şi debitori existau nişte legături sociale care însemnau ceva. Jimmy Stewart îi cunoştea personal şi pe deponenţi, şi pe debitori. În schimb, pe o piaţă a instrumentelor securitizate, la fel ca şi în spaţiul cosmic, nimeni nu te aude când strigi, pentru că ratele pe care le plăteşti la creditul ipotecar ajung în cele din urmă la cineva care nici măcar nu ştie că exişti. Iar adevăratele implicaţii ale acestei transformări pentru proprietarii obişnuiţi de locuinţe aveau să fie evidente abia peste douăzeci de ani.

Noi, cei din lumea vorbitoare de engleză, avem tendinţa să credem că proprietatea e un pariu câştigător. Dacă vrei să te îmbogăţeşti, trebuie să joci pe piaţa de imobiliare. De fapt, trebuie să fii fraier să investeşti în orice altceva. Dar e remarcabil de câte ori realitatea dovedeşte că acest presupus adevăr este o minciună. Să presupunem că ai investit în primul trimestru al anului 1987 100.000 de dolari pe piaţa americană de imobiliare. Conform indexului Biroului Federal de Supraveghere a Afacerilor Imobiliare, dar şi indexului naţional al preţurilor locuinţelor Case-Shiller, ar fi trebuit să-ţi triplezi banii în primul trimestru al anului 2007, adică să ajungi undeva între 275.000 şi 299.000 de dolari. Dar dacă ai fi investit aceiaşi bani la S&P 500 (indicele de referinţă al bursei Statelor Unite) şi ai fi continuat să investeşti venitul din dividende în acel index, ai fi ajuns să ai 772.000 de dolari cu care să faci ce vrei, adică de mai bine de două ori decât ai fi câştigat din cărămidă şi mortar. În Marea Britanie, diferenţa e asemănătoare. Dacă ai fi investit 100.000 de lire sterline în imobiliare în 1987, conform Indexului Naţional al Preţurilor Locuinţelor, după douăzeci de ani ţi-ai fi înmulţit banii de patru ori. Dar dacă i-ai fi investit la indexul bursier FTSE All Share, ai fi fost de şapte ori mai câştigat. Bineînţeles, există o mare diferenţă între o locuinţă şi un indice bursier : nu poţi locui într-un indice bursier. (Pe de altă parte, taxele locale pe proprietatea imobiliară de obicei scad, dar nu şi pentru activele financiare.) De dragul unei comparaţii corecte, trebuie să ţinem seama de economia pe care o faci pentru că nu mai plăteşti chirie, întrucât ai o casă (sau de chiria pe care o încasezi dacă ai două proprietăţi, iar pe una o închiriezi). O modalitate simplă este să dăm deoparte dividendele şi chiriile. În acest caz diferenţa e ceva mai mică. În cele două decenii de după 1987, excluzând dividendele, S&P 500 a crescut cu un factor cu puţin peste 5, întrecând confortabil investiţia imobiliară. Diferenţa se reduce, de asemenea, dar nu este eliminată dacă la portofoliul imobiliar adaugi venitul din chirii şi incluzi dividendele la portofoliul de acţiuni, întrucât rata medie anuală de creştere a chiriilor în această perioadă a scăzut de la aproximativ 5% la doar 3,5% în momentul de vârf al boomului imobiliar (cu alte cuvinte, o proprietate de 100.000 de dolari ar fi adus lunar o chirie medie lunară de mai puţin de 416 dolari)[53]. În cazul Marii Britanii, spre deosebire de Statele Unite, capitalizarea bursei a crescut ceva mai repede, în vreme ce dividendele au fost o sursă mai importantă de venit pentru investitori. În acelaşi timp, restricţiile privind construcţia de noi locuinţe (cum ar fi legile privind centura verde de protecţie) au stimulat chiriile. Eliminarea dividendelor şi chiriilor înseamnă a înlătura avantajul bursei faţă de imobiliare. În termenii de pură apreciere a capitalului între 1987 şi 2007, cărămida şi mortarul (care a sporit cu un factor de 4,5) au depăşit acţiunile (care

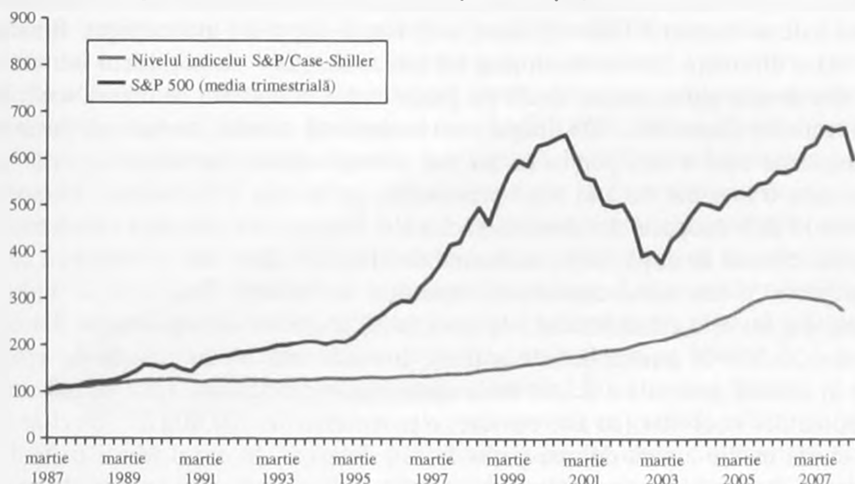
---

deţineau 22% ; titlurile garantate cu ipotecă imobiliară (RMBS), obligaţiunile garantate cu creanţe şi alte titluri garantate cu active însumau 14% din total ; instituţiile de economisire – 13% ; statul şi guvernele locale – 8% din total ; iar companiile de asigurări de viaţă – 6%. Particularii deţineau restul.

au crescut cu un factor de 3,3). Doar în anul 1979 acţiunile britanice au învins cărămizile britanice*.

Totuşi, când comparăm imobiliarele cu alte forme de active fixe, trebuie să avem în minte alte trei aspecte. Primul e deprecierea. Acţiunile nu se degradează şi nu au nevoie de un nou acoperiş; casele, în schimb, da. Al doilea este problema lichidităţilor. Ca active, faţă de acţiuni, casele necesită cheltuieli mult mai mari pentru a fi transformate în bani. În al treilea rând e volatilitatea. După al Doilea Război Mondial, piaţa imobiliarelor a fost mult mai puţin volatilă decât cea a acţiunilor (şi asta, nu în ultimul rând, din pricina costurilor tranzacţiilor de pe piaţa imobiliară). Dar asta nu înseamnă că preţul caselor nu s-a abătut de la traseul unei creşteri constante. În Marea Britanie, între 1989 şi 1995, de exemplu, preţul mediu al locuinţelor a scăzut cu 18% – sau, în termeni reali, ţinând cont de rata inflaţiei, cu mai bine de o treime (37%). La Londra, declinul real a fost de aproape 47%[54]. În Japonia, între 1990 şi 2000, preţul proprietăţilor a scăzut cu peste 60%. Şi, bineînţeles, în momentul în care scriu aceste rânduri, preţul imobiliarelor în Statele Unite – pentru prima dată într-o generaţie – a început să scadă. Şi a scăzut. De la valoarea de vârf din iulie 2006, indicele „compozit 20" Case-Schiller al preţului caselor în douăzeci de mari oraşe americane a scăzut cu 15% în februarie 2008. În luna aceea, rata anualizată de scădere a atins 13%, cifră care nu s-a mai pomenit de la începutul anilor 1930. În unele oraşe – Phoenix, San Diego, Los Angeles şi Miami – scăderea totală a fost de până la o cincime sau chiar un sfert. În plus, în momentul când scriu aceste lucruri (mai 2008) majoritatea experţilor anticipează în continuare scăderi.

Diagrama evoluţiei acţiunilor SUA comparativ cu piaţa imobiliară, 1987-2007



În Detroit, aflat şi el în criză, imobiliarele au luat-o la vale mai devreme, în decembrie 2005, şi deja trăseseră în jos preţul caselor cu mai bine de 10% când am vizitat oraşul în iulie 2007. M-am dus la Detroit pentru că simţeam că ceea ce se întâmpla acolo prevestea ceea ce avea să se întâmple pe tot cuprinsul Statelor Unite şi, probabil, în întreg

* În nesfârşitele discuţii avute cu soţia mea despre greşeala de a investi pe scară largă capital împrumutat pe piaţa imobiliară din Marea Britanie (strategia ei financiară preferată), ea pare a câştiga pornind de la premisa că eu aş fi preferat să trăiesc într-o locuinţă închiriată a universităţii şi să investesc banii la bursa din Marea Britanie. Strategia optimă ar fi fost, bineînţeles, să deţin un portofoliu diversificat imobiliar şi acţiuni globale, finanţate cu o sumă împrumutată moderată.

spaţiul anglofon. Pe parcursul a zece ani, preţul caselor din Detroit – care probabil are cel mai nenorocit spaţiu locativ din toate oraşele americane, cu excepţia New Orleansului – crescuse cu aproape 50% ; nu foarte mult în comparaţie cu bula de la nivel naţional (care a înregistrat creşteri medii de până la 180%), dar o creştere greu de explicat dată fiind situaţia de criză economică cronică a oraşului. După cum am descoperit, explicaţia rezida în modificările fundamentale ale regulilor jocului imobiliar, modificări exemplificate prin experienţa pe care a trăit-o West Outer Drive din Detroit, o aglomerată, dar respectabilă magistrală cu case nu prea înghesuite, cu peluze largi şi garaje, aparţinând clasei de mijloc. Pe vremuri zona selectă a casei de discuri Motown, astăzi e doar o stradă oarecare dintr-o ţară imensă din interiorul unei ţări : economia în curs de dezvoltare *din interiorul* Statelor Unite[55], cunoscută şi sub numele de Subprimia.

Creditele ipotecare „subprime" sunt avute în vedere de brokerii locali pentru familiile din zona lor de rău-platnici sau care nu plătesc regulat. La fel cum creditele ipotecare „jumbo" sunt prea mari pentru a primi aviz favorabil din partea Fannie Mae (şi, implicit, pentru a primi garanţie guvernamentală), creditele ipotecare subprime sunt prea riscante. Însă tocmai factorul lor de risc se pare că le-a făcut să pară rentabile pentru creditori. Acestea nu mai erau vechile credite pe treizeci de ani cu dobândă fixă inventate de New Deal. Dimpotrivă, o mare parte erau credite ipotecare cu dobândă variabilă (ARM) – cu alte cuvinte, rata dobânzii putea varia în funcţie de modificările survenite în ratele creditelor pe termen scurt. Multe erau şi credite ipotecare doar cu rambursarea dobânzii, fără amortizare (deci fără rambursarea capitalului de bază), chiar şi atunci când capitalul de bază reprezenta 100% din valoarea evaluată a proprietăţii ipotecate. Şi multe astfel de credite aveau perioade de „ademenire", când ratele iniţiale ale dobânzii – de obicei pentru primii doi ani – erau menţinute în mod artificial la un nivel scăzut, încărcând costul creditului. Toate aceste instrumente erau menite să permită o reducere imediată a costurilor serviciului datoriei pentru client. Însă clauzele tipărite cu caractere mici din contractele subprime însemnau un profit consistent pentru creditor. Un contract de împrumut subprim oneros din Detroit avea o rată a dobânzii de 9,75% pentru primii doi ani, dar după aceea se mai adăugau 9,125 puncte procentuale peste rata de referinţă pe termen scurt la care băncile îşi acordau credite una alteia : rata interbancară de la Londra (Libor). Chiar înainte de declanşarea crizei subprimelor, aceasta deja crescuse la peste 5%, ceea ce însemna o creştere imensă a ratelor dobânzii din al treilea an de creditare.

Sistemul de creditare subprim s-a declanşat la Detroit ca o avalanşă de bani la Monopoly. Oraşul era bombardat cu reclame de promovare prin radio, televiziune, materiale expediate prin poştă şi de o armată de agenţi şi brokeri, toate şi toţi cu oferte atrăgătoare de contracte. Numai în 2006, creditori de împrumuturi subprime injectaseră mai bine de un miliard de dolari în douăzeci şi două de districte din Detroit. În districtul având codul poştal 48235, în care era inclus şi blocul 5100 al West Outer Drive, creditele ipotecare subprime ajunseseră la mai bine de jumătate din totalul împrumuturilor acordate între 2002 şi 2006. În blocul 5100, şapte dintre cele douăzeci şi şase de locuinţe aveau un credit subprim[56]. De notat că doar o foarte mică parte din aceste credite erau acordate unora care se îndatorau pentru prima oară. Aproape toate aceste contracte erau contracte de refinanţare, care le dădeau debitorilor şansa să-şi transforme casa în maşină de făcut bani, convertindu-şi proprietatea în lichidităţi. Mulţi au folosit aceşti bani pentru a-şi achita datoriile la cardurile de credit, să-şi renoveze casa sau să cumpere bunuri de folosinţă îndelungată* . În alte situaţii, noi clienţi au fost atraşi să investească pe piaţa

* Între 1997 şi 2006, consumatorii din Statele Unite au obţinut bani din ipotecarea proprietăţilor lor în valoare de 9 bilioane de dolari. În primul trimestru al anului 2006, capitalul astfel obţinut însemna aproape 10% din venitul personal disponibil.

imobiliară datorită ofertei de creditare care combina o reducere a ratei dobânzilor pe termen lung cu un contract ispititor de credit ipotecar. În 2005, 69% dintre locuinţele americane erau proprietate personală, faţă de 64% cu zece ani mai înainte. Cam jumătate din această creştere poate fi atribuită boomului de credite subprime. E semnificativ faptul că un număr disproporţionat de mare de cumpărători de credite subprime era din rândul minorităţilor etnice. Într-adevăr, în timp ce mergeam cu maşina prin Detroit mă întrebam dacă nu cumva *subprim* era de fapt un eufemism pentru *negru*. Şi nu era o presupunere lipsită de temei. Conform unui studiu întreprins de Alianţa pentru Locuinţe Convenabile din Massachusetts, 55% dintre debitorii afroamericani şi hispanici din zona metropolitană a oraşului Boston care obţinuseră împrumuturi pentru o casă destinată unei singure familii în 2005 aveau un credit ipotecar subprim, în comparaţie cu doar 13% de astfel de credite luate de albi. Mai bine de trei sferturi din creditele luate de negri şi hispanici de la Washington Mutual erau clasificate drept credite subprime, în comparaţie cu doar 17% de astfel de credite luate de albi[57]. Conform Departamentului de Dezvoltare Urbană şi a Locuinţelor (HUD), între 2002 şi 2007 s-au înregistrat 3,1 milioane de noi proprietari din rândul minorităţilor.

Cu siguranţă că atunci a fost apogeul democraţiei imobiliare. Noua piaţă de credite ipotecare părea să fi împlinit visul american de a avea o casă în proprietate pentru sute de mii de oameni care înainte fuseseră excluşi de la principalele surse de finanţare de agenţiile de evaluare a bonităţii şi de abia mascatele prejudecăţi rasiale.

În consecinţă, criticile aveau să fie îndreptate împotriva lui Alan Greenspan pentru că nu a stabilit reguli adecvate privind creditele ipotecare în ultimii ani cât a fost preşedinte al Rezervelor Federale. Totuşi, în ciuda susţinerii notorii (care apoi a fost retractată) a creditelor ipotecare cu dobândă variabilă, afirmată într-un discurs din 2004, nu Greenspan a fost principalul adept al accesului cât mai larg la o locuinţă proprietate personală. Aşa cum nu e credibil să dăm vina pe politica monetară pentru toate excesele din ultimii ani.

În octombrie 2002, preşedintele George W. Bush spunea: „Dorim ca fiecare american să aibă casa lui". Aruncându-le creditorilor provocarea de a crea 5,5 milioane de noi proprietari de case din rândul minoritarilor până la sfârşitul deceniului, Bush semna în 2003 Legea Avansului pentru Visul American, măsură menită să subvenţioneze cumpărarea primei case de către grupurile sociale cu venituri mici. Creditorii erau încurajaţi de administraţie să nu-i oblige pe cei ce luau credite subprime să vină cu toată documentaţia necesară. Fannie Mae şi Freddie Mac au fost şi ele presate de HUD să sprijine piaţa subprimelor. După cum spunea Bush în 2003: „Este în interesul naţiunii noastre ca tot mai mulţi oameni să aibă o casă a lor"[58]. Puţini şi-au manifestat opoziţia. În noiembrie 2007, Henry Louis („Skip") Gates Jr., profesor Alphonse Fletcher la Harvard şi director la Institutul de cercetări W.E.B. Du Bois pentru Africani şi Afroamericani, părea să salute iniţiativa în *New York Times*, arătând că cincisprezece din douăzeci de afroamericanii de succes pe care îi studiase (printre care Oprah Winfrey şi Whoopi Goldberg) erau descendenţi ai „cel puţin o linie de foşti sclavi care au reuşit să dobândească o proprietate în 1920". Fără să ţină seama de faptul că bula imobiliarelor plesnise cu luni de zile mai înainte, Gates sugera o soluţie cu totul surprinzătoare la problema „sărăciei şi disfuncţionalităţii negrilor", şi anume „să se dea o proprietate celor care odinioară fuseseră consideraţi a fi proprietate":

> Probabil că, dintre toţi oamenii, Margaret Thatcher a sugerat un program care ar putea să ajute. În anii 1980, ea a transformat proiectele a 1,5 milioane de rezidenţi în locuinţe de stat în proprietari de locuinţe. A fost probabil cea mai liberală iniţiativă a doamnei Thatcher şi, probabil, oamenii progresului ar trebui să acceseze măcar o pagină din scenariul strategiei ei... O abordare curajoasă şi inovatoare a problemei sărăciei negrilor... ar trebui să aibă în vedere modalităţile în care chiriaşii ar putea fi transformaţi în proprietari... Pentru negrii sărmani,

adevăratul progres ar putea să vină abia atunci când vor fi interesaţi să aibă o proprietate în societatea americană. Cei care deţin o proprietate au sentimentul apartenenţei la viitorul şi la societatea lor. Aceştia învaţă, economisesc, se străduiesc şi votează. Iar oamenii prinşi în capcana statutului de chiriaşi nu fac acelaşi lucru...[59]

Beanie Self, un lider al comunităţii negrilor din zona Frayser din Memphis, a identificat greşeala fatală din argumentaţia lui Gates: „Visul american este posesia unei case – da, visul e minunat –, dar ceea ce mă îngrijorează pe mine e că nu prea suntem pregătiţi pentru visul acesta. Oamenii nu înţeleg că avem o industrie a imobiliarelor, o industrie a evaluărilor, o industrie a creditului ipotecar care-i împinge acum pe oameni să cumpere o casă, oameni care de fapt nu-şi pot permite să o aibă"[60].

Ca model de afacere, creditul subprim lucrează minunat – câtă vreme rata dobânzii rămâne scăzută, oamenii au o slujbă, iar preţul imobiliarelor continuă să crească. Bineînţeles, toate aceste condiţii nu sunt menite să reziste, cel puţin nu într-un oraş ca Detroit. Dar asta nu i-a îngrijorat pe creditorii de subprime. Ei nu făceau decât să urmeze făgaşul croit de valul consistent al celor care ofereau credite ipotecare în anii 1980. În loc să-şi rişte propriii bani, ei îşi băgau în buzunare comisioane grase la semnarea contractelor iniţiale de împrumut, după care revindeau creditele la grămadă băncilor de pe Wall Street. La rândul lor, băncile adunau creditele în titluri foarte profitabile garantate cu ipotecă imobiliară (RMBS) şi le vindeau apoi investitorilor din lumea întreagă, ahtiaţi după câteva sutimi de punct procentual profit în plus la capitalul lor. Redenumite obligaţiuni garantate cu creanţe (CDO), aceste active subprime puteau fi transformate din credite de risc acordate unor clienţi ciudaţi în valori mobiliare de clasă investiţională de rating AAA. Şi pentru asta nu era nevoie decât de avizul uneia dintre principalele două agenţii de rating – Moody sau Standard & Poor's –, care să certifice că măcar treimea superioară a acestor active nu va intra în incapacitate de plată. Treimea de mijloc – „mezanin" – şi treimea „acţiuni" erau recunoscute ca fiind mai riscante; dar şi acestea aduceau o rată mai mare a dobânzii.

Cheia acestei alchimii financiare era aceea că între debitorul creditului ipotecar din Detroit şi oamenii care ajungeau să primească plata dobânzii corespunzătoare puteau fi şi mii de kilometri distanţă. Riscul era împrăştiat pe toată planeta, de la fondurile pensiilor de stat americane până la reţeaua de asistenţă de sănătate din Australia şi chiar până la consiliile municipale de dincolo de Cercul Polar. În Norvegia, de exemplu, municipalităţile din Rana, Hemnes, Hattjelldal şi Narvik au investit circa 120 de milioane de dolari din banii contribuabililor lor în nişte CDO-uri garantate cu credite ipotecare subprime americane. La vremea aceea, vânzătorii acestor „produse financiare structurate" se lăudau că securitizarea avea ca efect alocarea riscului „către cei care-l pot suporta în cea mai mare măsură". Abia mai târziu s-a văzut că riscul era alocat către cei care-l puteau înţelege în cea mai mică măsură. Cei care ştiau cel mai bine cât de fragile erau creditele subprime – cei care trataseră direct cu debitorii şi le cunoşteau perfect posibilităţile economice – îşi asumau cel mai mic risc. Aceştia puteau realiza un credit „NINJA" (pentru cineva *No income, no job or assets* – persoană fără venit, fără loc de muncă şi fără bunuri) cu un raport împrumut/garanţie de 100% pe care în aceeaşi zi îl vindeau uneia dintre marile bănci angajate în afacerile cu CDO-uri. Şi, cât ai zice peşte, riscul se ducea plutind în susul fiordului.

În Detroit, avântul ipotecarelor subprime a coincis de fapt cu o nouă etapă a declinului inexorabil al industriei de automobile care pentru oraş a însemnat 20.000 de şomeri în plus. Iar asta a anticipat o mai largă încetinire a economiei americane şi o consecinţă aproape inevitabilă a unei politici monetare mai severe din momentul în care Rezervele Federale au ridicat rata dobânzilor pe termen scurt de la 1% la 5,25%; această politică

a avut un impact modest, dar semnificativ asupra ratelor medii ale creditelor ipotecare, care au crescut în mare cu 25% (de la 5,34 la 6,66%). Efectul acestei schimbări aparent inofensive a condiţiilor de creditare asupra pieţei de subprime a fost devastator. Îndată ce perioada cu rate ademenitoare expira, iar ipoteca trecea la rate noi şi mult mai mari ale dobânzii, sute de familii din Detroit nu şi-au mai putut plăti la termen ratele ipotecare. Încă din martie 2007, cam una din trei ipoteci subprime din districtul având codul poştal 48235 era în întârziere cu peste şaizeci de zile, fiind efectiv în prag de executare silită. Efectul a fost spargerea bulei imobiliarelor, provocând scăderea preţului caselor pentru prima dată de la începutul anilor 1990. Îndată ce au avut loc aceste evenimente, cei care luaseră credit ipotecar la valoarea de 100% au descoperit că datoria lor era mai mare decât valoarea locuinţelor lor. Cu cât preţul caselor scădea mai mult, cu atât mai mulţi proprietari de case se trezeau cu capital negativ, sintagmă familiară în Marea Britanie de la începutul anilor 1990. În această privinţă, West Outer Drive era doar crainicul unei crize mult mai ample pe piaţa americană a imobiliarelor, ale cărei ramificaţii aveau să zguduie din temelii sistemul financiar al lumii occidentale.

Într-o după-amiază mohorâtă de vineri, abia sosit în Memphis de la Detroit, am fost martor la scoaterea la licitaţie a cincizeci de case pe treptele tribunalului din Memphis. În fiecare dintre cazuri, creditorii trecuseră la executarea silită pe motiv de întârziere cu plata dobânzilor*. Memphis nu e numai capitala falimentului din Statele Unite (după cum am văzut în capitolul 1), dar în vara anului 2007 începea să devină foarte repede şi capitala executărilor silite. Mi s-a spus că în ultimii cinci ani una din patru familii din oraş a primit un preaviz de executare silită. Şi, din nou, miezul problemei erau creditele ipotecare subprime. Numai în 2006, companiile financiare specializate în subprime împrumutaseră 460 de milioane de dolari locuitorilor din paisprezece districte din Memphis. Ceea ce vedeam acum era doar începutul unui val de executări silite. În martie 2007, Centrul pentru Credite Responsabile a prevăzut că se va ajunge la 2,4 milioane de executări silite[61]. S-ar putea ca această estimare să fie optimistă. În momentul în care scriu aceste rânduri (mai 2008), în jur de 1,8 milioane de credite ipotecare au intrat în incapacitate de plată, dar un număr de 9 milioane de familii americane, adică ocupanţii uneia din 10 locuinţe unifamiliale, ajunseseră deja la capital negativ. Circa 11% dintre creditele ipotecare subprime cu dobândă variabilă sunt deja în executare silită. Conform Credit Suisse, numărul total de executări silite pentru toate categoriile de credite ipotecare s-ar putea să ajungă la 6,5 milioane în următorii cinci ani. Asta i-ar putea lăsa fără casă pe 8,4% dintre toţi americanii deţinători de locuinţe, adică 12,7% dintre cei cu credite ipotecare[62].

Întrucât piaţa creditelor ipotecare subprime a început să se ducă la vale la începutul verii anului 2007, unda de şoc s-a resimţit pe piaţa creditelor din întreaga lume, măturând cu totul o serie de fonduri de acoperire, iar băncile şi alte instituţii financiare înregistrând pierderi de sute de miliarde de dolari. Problema principală rămânea cea a obligaţiunilor garantate cu creanţe (CDO), din care numai în 2006 fuseseră vândute în valoare de jumătate de bilion de dolari, dintre care jumătate cuprindeau expuneri subprime. S-a dovedit că multe dintre aceste CDO fuseseră exagerat supraevaluate, ca urmare a aprecierii greşite a posibilităţii de încetare de plată a ratelor creditelor subprime. Când au intrat în

* O trăsătură importantă a legislaţiei americane este faptul că în multe state (deşi nu în toate) ipoteca este în general un „credit cu răspundere limitată", ceea ce înseamnă că în caz de incapacitate de plată creditorul ipotecar nu poate obţine decât valoarea proprietăţii ipotecate, neputând lua o altă proprietate (de exemplu, o maşină sau banii din bancă) sau să aibă drept de sechestru asupra unor venituri viitoare. Conform unor economişti, asta îi dă debitorului un motiv serios de a nu plăti.

incapacitate de plată până şi activele cu ratingul AAA, primele care au avut de suferit au fost fondurile de acoperire specializate în cumpărarea unor tranşe de CDO cu cel mai mare risc. Deşi încă din februarie 2007 au apărut semne că există probleme, când consorţiul bancar HSBC a recunoscut că a înregistrat pierderi grele în credite ipotecare provenind din Statele Unite, cei mai mulţi analişti au considerat că începutul crizei subprimelor a început din iunie al acelui an, când două fonduri de acoperire aparţinând de Bear Stern* au fost somate să prezinte garanţiile colaterale adiţionale de către Merrill Lynch, o altă bancă de investiţii care le împrumutase bani, dar acum era îngrijorată din pricina expunerii lor excesive faţă de activele cu garanţii subprime. Bear a salvat un fond, însă pe celălalt l-a lăsat să se prăbuşească. În luna următoare, agenţiile de rating au început să reducă punctajele RMBS CDO (prescurtarea de la „titluri garantate cu ipotecă imobiliară cu obligaţiuni garantate cu creanţe", chiar şi această denumire dovedind natura exagerat de complexă a acestor produse). În timpul ăsta, tot felul de instituţii financiare deţinătoare a unor astfel de active s-au trezit că se confruntă cu nişte pierderi uriaşe. Problema era mult amplificată de valoarea efectului de levier (datoriile) din sistem. Fondurile de acoperire, în special, împrumutaseră sume imense de la brokerii de subprime – bănci – pentru a-şi mări profiturile pe care acestea le puteau genera. Între timp, băncile au început să-şi mascheze propria expunere dosindu-şi activele care aveau legătură cu creditele subprime în operaţiuni extrabilanţiere cunoscute sub numele de societăţi intermediare şi vehicule investiţionale strategice (SIV-uri, acronimul cel mai potrivit pentru criză**), care pentru finanţare se bazează pe împrumuturi pe termen scurt de pe pieţele pentru formulare bancare şi împrumuturi interbancare overnight. Pe măsură ce au crescut temerile faţă de riscul de contrapartidă (pericolul ca partea cealaltă din cadrul unei tranzacţii financiare să dea faliment), acele pieţe de credit s-au blocat. Criza lichidităţilor, asupra căreia unii comentatori avertizaseră cu cel puţin un an înainte, a lovit în august 2007, când American Home Mortgage a semnat pentru înregistrarea falimentului, BNP Paribas a suspendat trei fonduri de investiţii ipotecare, iar Countrywide Financial şi-a închis întreaga linie de creditare de 11 miliarde de dolari. Ceea ce nu s-a anticipat însă aproape deloc a fost că incapacitatea de plată a creditelor ipotecare subprime din pricina veniturilor scăzute ale familiilor din oraşe precum Detroit şi Memphis poate declanşa un dezastru financiar de această amploare***: una dintre bănci (Northern Rock) a fost naţionalizată; o alta (Bear Stearns) a fost vândută ieftin unui competitor în cadrul unei înţelegeri garantate de Rezervele Federale; numeroase fonduri de acoperire s-au închis; reducerea valorii activelor înregistrate de bănci s-a ridicat la 318 miliarde de dolari; totalul pierderilor anticipate a depăşit cu mult un bilion de dolari. Fluturele subprimă a dat din aripi şi a declanşat un uragan la nivel mondial.

Printre numeroasele ironii ale acestei crize se numără şi aceea că putea să-i dea lovitura de graţie celei care a fost mama democraţiei imobiliare sponsorizate de guvern: Fannie Mae[63]. Una dintre consecinţele politicii guvernamentale a fost aceea de a creşte proporţia creditelor ipotecare deţinute de Fannie Mae şi rudele sale mai mici Freddie şi Ginnie, reducând în acelaşi timp importanţa garanţiilor guvernamentale iniţiale care fuseseră cândva cheia componentă a sistemului. Între 1955 şi 2006, proporţia creditelor ipotecare neagricole garantate de guvern a scăzut de la 35% la 5%. Dar în aceeaşi perioadă, cota-parte

* Dintre care unul purta numele glorios de Fondul de Strategii Înalt Structurate de Creditare prin Împrumuturi Ample.

** Aluzie la popularul joc de calculator Siv HD League of Legends (n.tr.).

*** Puţini şi-au manifestat dezacordul când Fondul Monetar Internaţional a numit acest fenomen „cel mai amplu şoc financiar de la Marea Depresiune".

de credite ipotecare deținute de aceste instituții sponsorizate de guvern a crescut de la 4% la un maxim de 43% în 2003[64]. Biroul Federal de Supraveghere a Afacerilor Imobiliare insistase ca Fannie și Freddie să preia și mai multe titluri garantate cu ipotecă imobiliară (RMBS) (inclusiv titluri de valoare garantate cu subprime) prin relaxarea regulilor care reglementau raportul dintre capital și active. Dar cele două instituții aveau împreună doar 84 de miliarde de dolari capital, doar 5% din cele 1,7 bilioane de dolari în active din balanța lor comercială, ca să nu mai pomenim nimic de alte 2,8 bilioane de dolari în RMBS-uri pe care le garantaseră[65]. Dacă aceste instituții aveau să intre în dificultate, atunci pare rezonabil să se presupună că susținerea guvernamentală avea să se transforme în proprietate guvernamentală, cu toate implicațiile majore pentru bugetul federal*.

Așa încât, după cum se vede, casele nu reprezintă o investiție întru totul sigură. Prețul lor poate la fel de bine să scadă sau să urce. Și, după cum am văzut, locuințele sunt active nu tocmai lichide – ceea ce înseamnă că sunt greu de vândut repede atunci când te afli într-o situație financiară dificilă. Prețul caselor „e bătut în cuie" când e vorba să fie redus, pentru că vânzătorul nu prea vrea să scadă prețul cerut; rezultatul e o aglomerare de proprietăți nevândute, iar cei care altfel s-ar fi mutat în ele stau și se uită la anunțul „De vânzare" afișat la poartă. Ceea ce înseamnă că proprietatea asupra locuinței tinde să reducă mobilitatea mâinii de lucru, în felul acesta încetinind revigorarea economică. Și toate acestea se dovedesc a fi dezavantaje ale ideii de democrație imobiliară, care cândva părea o idee foarte atrăgătoare de a-i transforma pe toți chiriașii în proprietari. Iar problema la care trebuie să găsim răspuns e aceea dacă e rentabil sau nu să exportăm acest model cu risc ridicat în restul lumii.

De nădejde ca niște gospodine

Quilmes, o speluncă lăbărțată din sudul mahalalelor orașului Buenos Aires, pare a se afla la un milion de kilometri de bulevardele elegante ale capitalei argentiniene. Dar oare oamenii care trăiesc acolo sunt chiar atât de săraci pe cât par? După cum socotește economistul peruvian Hernando de Soto, orașe de cocioabe precum Quilmes, în ciuda aparenței insalubre, reprezintă efectiv bilioane de dolari de bogății nerealizate. De Soto a calculat că totalul valorii zonelor imobiliare ocupate de săracii lumii se ridică la 9,3 bilioane de dolari. Ceea ce, spune el, înseamnă aproape toată valoarea pieței de capital a tuturor companiilor listate la bursă din primele douăzeci de economii mondiale – și, în mare, de nouăzeci de ori totalul ajutoarelor străine dirijate spre țările în curs de dezvoltare între anii 1970 și 2000. Problema este că oamenii din Quilmes și din nenumăratele orașe dărăpănate din lumea întreagă nu au titluri de proprietate legale pentru casele lor. Și fără un titlu legal proprietatea nu poate fi folosită ca garanție pentru un împrumut. Rezultatul este o piedică esențială în calea dezvoltării economice, socotește de Soto, pentru că în acest fel nu te poți împrumuta, nu poți aduna capital ca să începi o afacere. În loc să fie antreprenori potențiali, oamenii de acolo sunt un obstacol. Energia capitalistă se sufocă[66].

În mare măsură problema constă în faptul că, din motive birocratice, e dificil să obții un titlu legal de proprietate în zone cum ar fi America de Sud. Astăzi în Argentina, conform Băncii Mondiale, ai nevoie de treizeci de zile pentru a înregistra o proprietate, dar înainte era nevoie de și mai mult timp. În unele țări – în Bangladesh și Haiti lucrurile stau cel mai rău – ai nevoie de aproape trei sute de zile pentru asta. Când de Soto și

* Evenimentele ce au avut loc după cele scrise mai sus au adeverit aceste lucruri.

cercetătorii săi au vrut să obţină o autorizaţie legală pentru construcţia unei case pe un teren deţinut de stat în Peru, au avut nevoie de şase ani şi unsprezece luni, în cursul cărora au fost nevoiţi să trateze cu cincizeci şi doi de funcţionari guvernamentali. În Filipine, pentru a legaliza oficial dreptul asupra unei locuinţe trebuiau parcurse, până de curând, 168 de trepte în care erau implicate cincizeci şi trei de agenţii de stat şi private, ceea ce însemna între treisprezece şi douăzeci şi cinci de ani. În total contrast, în lumea anglofonă pentru asta ai nevoie de două zile în cel mai bun caz sau nu mai mult de trei săptămâni. În concepţia lui de Soto, aceste obstacole birocratice fac ca activele săracilor să fie de fapt „capital mort... precum apa din lacurile alpine din Anzi – un rezervor potenţial de energie nevalorificat". Să aduci acest capital la viaţă, argumentează el, este cheia cu care ţări precum Peru pot deschide un viitor mai prosper. Doar beneficiind de un sistem eficient al dreptului de proprietate se poate stabili corect de către piaţă valoarea unei case ; şi atunci e uşor de cumpărat şi de vândut, poate fi folosită în mod legal ca garanţie pentru un împrumut, proprietarul ei poate fi tras la răspundere în alte tranzacţii pe care le-ar face. În plus, prin excluderea celor săraci din tagma deţinătorilor legali de proprietate, aceştia sunt împinşi să acţioneze, cel puţin parţial, în zona gri sau neagră a economiei, unde statul nu-i mai poate controla. E de două ori dăunător. Asta împiedică impunerea efectivă. În plus, reduce legitimitatea statului în ochii populaţiei. Cu alte cuvinte, ţările sărace sunt sărace pentru că nu au legi sigure privind dreptul de proprietate, „arhitectura ascunsă" a unei economii de succes. „Legea proprietăţii nu e glonţul de argint", recunoaşte de Soto, „dar e veriga lipsă... Fără o lege a proprietăţii nu se vor putea implementa alte reforme în manieră sustenabilă". Şi tot ţările sărace sunt cele pasibile a eşua în demersul democratic pentru că le lipseşte un electorat motivat. „Dreptul la proprietate va duce în cele din urmă la democraţie", susţine de Soto, „pentru că nu poţi susţine un sistem al proprietăţii bazat pe economia de piaţă decât dacă există un sistem democratic. Numai în acest fel investitorii se simt în siguranţă"[67].

Pentru unii – cum ar fi grupul terorist maoist Calea Luminoasă, care a încercat în 1992 să-l asasineze într-un atac cu bombă care a ucis trei persoane –, de Soto e un ticălos[68]. Alţi critici îl denunţă ca fiind un Rasputin în spatele preşedintelui Alberto Fujimori, acum în dizgraţie. Pentru alţii, de Soto e un erou datorită eforturilor sale de a globaliza ideea democraţiei imobiliare. Fostul preşedinte Bill Clinton l-a numit „probabil cel mai mare economist în viaţă", în vreme ce Vladimir Putin, preşedintele rus, a caracterizat realizările lui de Soto ca fiind „extraordinare". În 2004, Institutul Cato, comisia de experţi libertarieni americani, i-a acordat Premiul bienal Milton Friedman pentru activitatea sa care „exemplifică spiritul şi practica libertăţii". De Soto şi Institutul său pentru Libertate şi Democraţie au consiliat guverne din Egipt, El Salvador, Ghana, Haiti, Honduras, Kazahstan, Mexic, Filipine şi Tanzania. Însă, fireşte, problema esenţială este dacă teoria lui poate fi pusă în practică.

Quilmes oferă un experiment natural pentru a vedea dacă de Soto a descoperit cu adevărat „secretul capitalului". Exact aici, în 1981, 1.800 de familii au înfruntat junta militară care conducea pe atunci Argentina şi a ocupat un bucată de teren gol. După reinstaurarea democraţiei, guvernul provincial i-a expropriat pe proprietarii iniţiali ai terenului pentru a le da celor care ocupaseră ilegal terenul acte legale de proprietate asupra locuinţelor. Totuşi, numai opt din cei treisprezece proprietari ai terenului au acceptat compensaţiile oferite de guvern ; ceilalţi – dintre care unul dobândise terenul în 1998 – s-au judecat în procese interminabile. Rezultatul a fost că unii dintre locatarii ilegalii din Quilmes au devenit proprietari plătind o sumă modică pentru concesiune, iar după zece ani au devenit pe deplin proprietari ; ceilalţi, în schimb, au rămas tot ocupanţi ilegali. Acum poţi să spui imediat care dintre cei de acolo e proprietar al casei şi care nu

după cum au garduri mai ca lumea, pereții tencuiți. În schimb, casele celor al căror drept de proprietate a fost contestat arată ca nişte maghernițe. După cum ştie toată lumea (chiar şi „Skip" Gates), în general, proprietarii au mai mare grijă de proprietatea lor decât chiriaşii.

Fără îndoială, faptul că au o locuință proprietate personală a schimbat atitudinea oamenilor din Quilmes. Conform unui studiu recent, cei care au dobândit o proprietate au devenit semnificativ mai individualişti şi materialişti decât cei care sunt în continuare locatari ilegali. De exemplu, când au fost întrebați: „Credeți că banii sunt importanți pentru fericire?", cu 34% mai mulți proprietari erau înclinați să răspundă pozitiv în comparație cu cei care erau chiriaşi[69]. Dar această teorie pare să aibă şi un cusur, deoarece faptul că erau proprietari nu le-a înlesnit foarte mult celor din Quilmes accesul la împrumuturi. Doar 4% dintre ei au reuşit să ia un credit ipotecar[70]. Şi în țara natală a lui de Soto, Perú, numai faptul că ai o proprietate nu pare să fie suficient pentru a reînvia capitalul mort. E adevărat că, după ce guvernul peruan i-a acceptat recomandările inițiale în 1988, s-a făcut o drastică reducere a timpului necesar pentru înregistrarea unei proprietăți (la doar o lună) şi o reducere şi mai drastică, până la 99%, a costurilor tranzacției. S-au făcut eforturi suplimentare şi după crearea în 1996 a Comisiei pentru Oficializarea Proprietății Neoficiale, aşa încât, în patru ani, 1,2 milioane de locuințe construite pe teren urban au intrat în legalitate. Dar progresul economic promis de de Soto a fost descurajant de încet. Din mai bine de 200.000 de familii din Lima cărora li s-au eliberat titluri de proprietate în 1998 şi 1999, doar în jur de un sfert au accesat vreun fel de credit până în 2002. În alte părți unde s-a încercat punerea în practică a sugestiilor lui de Soto, mai ales în Cambodgia, acordarea de titluri legale pentru proprietăți urbane i-a încurajat pur şi simplu pe unii dezvoltatori şi speculanți lipsiți de scrupule să le cumpere proprietatea rezidenților săraci – de fapt, să-i alunge de pe terenul lor[71].

Să nu uităm: nu deținerea unei proprietăți îți oferă garanții; le oferă garanții creditorilor tăi. Adevărata garanție este dată de un venit constant, după cum descoperise ducele de Buckingham în anii 1840 şi după cum descoperă astăzi proprietarii din Detroit. Din acest motiv, s-ar putea să nu fie nevoie ca fiecare posibil antreprenor din lumea în curs de dezvoltare să facă rost de bani ipotecându-şi propria casă. S-ar putea ca dreptul de proprietate asupra unei case să nu fie cheia producerii de avere.

Pe Betty Flores am întâlnit-o într-o dimineață ploioasă de luni pe o stradă dintr-o piață din El Alto, un oraş bolivian de lângă (sau, mai exact, mai sus de) capitala La Paz. Eram în drum spre birourile din El Alto ale organizației de microfinanțare Pro Mujer, dar simțeam un fel de oboseală din cauza altitudinii, aşa că am sugerat să ne oprim la o cafea. Betty Flores era acolo, pregătind iute şi împărțind căni şi ceşti de cafea boliviană tare, consistentă, pentru clienți şi alți tarabagii de prin piață. Am fost imediat fascinat de vioiciunea şi energia ei. În total contrast față de majoritatea femeilor indigene din Bolivia, părea să nu fie deloc reținută în a sta de vorbă cu un străin. Am descoperit că era una dintre clientele de la Pro Mujer, de unde luase un credit pentru a-şi mări standul de cafea – ispravă pe care soțul ei, mecanic, nu reuşise s-o facă. Şi inițiativa reuşise. Şi era suficient să mă uit la Betty, care se agita continuu, pentru a-mi da seama de asta. Avea de gând să-şi mărească şi mai mult prăvălia? Da, sigur. Afacerea asta îi îngăduia să-şi țină fetele la şcoală.

Dar Betty Flores nu e ceea ce în mod convențional se socoteşte a fi un risc de creditare pozitiv. Ea are nişte economii modeste şi nu e proprietara casei în care locuieşte. Şi totuşi ei şi altor mii de femei ca ea din țări sărace din întreaga lume, instituții precum Pro Mujer le dau credite ca parte a unui program de descătuşare a energiei antreprenoriale a femeilor.

Marea revelaţie a mişcării de microfinanţare din ţări precum Bolivia este aceea că femeile prezintă un mai bun risc de creditare decât bărbaţii, indiferent dacă au sau nu o casă pe care să o pună garanţie în cazul unui împrumut. Asta contrazice total imaginea convenţională a femeii căreia îi place să cheltuiască prin magazine. Acest aspect contrazice prejudecăţile de secole care, până de curând, până prin anii 1970, priveau femeile ca fiind mai puţin de încredere când vine vorba de credit decât bărbaţii. De exemplu, în Statele Unite, femeilor măritate de obicei nu li se acordau credite, nici chiar atunci când aveau o slujbă, dacă soţii lor nu erau angajaţi. Iar femeile părăsite sau divorţate aveau parte de un tratament şi mai rău. Pe când eram mic, creditul era în mod evident doar pentru bărbaţi. Microfinanţarea sugerează totuşi că solvabilitatea ar putea fi o trăsătură feminină.

Fondatorul mişcării de microfinanţare, laureatul Premiului Nobel Muhammad Yunus, a ajuns să înţeleagă potenţialul unor credite în valoare mică oferite femeilor după ce a studiat problema sărăciei rurale în ţara sa natală – Bangladesh. Banca sa de ajutor mutual, Grameen („Satul"), fondată în satul Jobra în 1983, a oferit microcredite unui număr de 7,5 milioane de debitori, aproape toate femei care nu aveau garanţii. Practic toţi cei care iau credite sunt membri ai unui grup de cinci (*koota*) care se întrunesc săptămânal şi, în mod neoficial, îşi împart responsabilitatea pentru plata creditului. De la începutul acestei iniţiative, Banca Grameen a oferit microcredite în valoare de mai bine de 3 miliarde de dolari, la început finanţându-şi operaţiunile cu bani de la agenţiile de întrajutorare, dar acum atrage suficiente depozite bancare (aproape 650 de miliarde de dolari în ianuarie 2007) ca să fie în întregime pe picioarele sale şi să obţină şi profit[72]. Pro Mujer, fondată în 1990 de Lynne Patterson şi Carmen Velasco, e una dintre cele mai de succes bănci din America de Sud care preiau exemplul Băncii Grameen*. Împrumuturile încep de la 200 de dolari pentru trei luni. Cele mai multe femei folosesc banii pentru a cumpăra animale pentru gospodărie sau, precum Betty, pentru a-şi finanţa microîntreprinderile, vânzând de toate, de la turte de mălai la produse Tupperware.

Când am reuşit să mă smulg de la taraba de cafele a lui Betty, la birourile Pro Mujer din El Alto era deja animaţie ca într-un stup de albine. Era greu să nu fiu impresionat de zecile de femei boliviene, aproape toate în costume tradiţionale (toate cu o pălăriuţă melon prinsă într-o parte pe creştet), stând la rând ca să-şi plătească ratele la timp. Pe când îmi relatau poveştile despre experienţele pe care le trăiau, am început să mă întreb dacă n-ar fi cumva vremea să schimb vechea zicere „de nădejde ca o casă" în „de nădejde ca nişte gospodine". Pentru că ceea ce am văzut în Bolivia are echivalent în ţările sărace din toată lumea, de la mahalalele din Nairobi la cătunele din Andhra Pradesh din India. Şi nu numai în ţările în curs de dezvoltare. Microfinanţarea poate avea efecte şi în enclavele sărace din lumea dezvoltată, precum Castlemilk din Glasgow, unde a fost constituită o întreagă reţea de agenţii de creditare, numite uniuni de credit, care reprezintă un antidot la sistemul de împrumut al rechinilor (precum cei pe care i-am întâlnit în capitolul 1). Şi în Castlemilk femeile din partea locului sunt cele care primesc credite. Şi la El Alto, şi la Castlemilk am auzit poveşti cum că bărbaţii sunt mai degrabă înclinaţi să-şi cheltuiască banii în crâşme sau la pariuri, preocupându-se mai puţin cum să facă rost de bani pentru rate. Şi mereu mi s-a spus că femeile se descurcă mai bine cu administrarea banilor decât soţii lor.

Desigur, ar fi o greşeală să susţinem că microfinanţarea ar fi piatra filosofală pentru rezolvarea sărăciei pe mapamond, aşa cum nu e nici ideea de împroprietărire a lui Hernando de Soto. În mare, două cincimi din populaţia planetei se află în afara sistemului

* Bill şi Melinda Gates au fost atât de impresionaţi de Pro Mujer, încât fundaţia lor oferă organizaţiei 3,1 milioane de dolari.

financiar, fără a avea acces la conturi bancare, cu atât mai puţin la credite. Dar chiar dacă le-ar fi acordate împrumuturi, asta nu va însemna automat că sărăcia va ajunge piesă de muzeu, după cum spunea Yunus, indiferent dacă li se vor cere sau nu garanţii. Şi să nu uităm că unii dintre cei implicaţi în afacerile de microfinanţare se ocupă de asta fiindcă vor să facă bani, nu să pună capăt sărăciei[73]. Şi e un adevărat şoc să descoperi că unele firme de microfinanţare percep dobânzi anuale la creditele lor şi de 80% sau 125% – dobânzi demne de acei rechini ai creditării. Justificarea pentru aceste dobânzi ar fi aceea că numai astfel se poate obţine profit din asemenea afaceri, din pricina costurilor de administrare a atâtor credite de valoare mică.

Glasgow a evoluat mult din epoca în care conaţionalul meu Adam Smith semna, în 1776, acel act de naştere a pieţei libere, *Avuţia naţiunilor*. Ca şi Detroit, şi Glasgow s-a ridicat odată cu avântul epocii industriale. Dar epoca financiară a fost mai puţin generoasă cu el. Şi în Glasgow, ca şi în America de Nord şi America de Sud, ca şi în Asia de Sud, oamenii învaţă aceeaşi lecţie. S-ar putea ca analfabetismul financiar să fie preponderent pretutindeni, dar, într-un chip ciudat, toţi suntem experţi într-una din ramurile economiei : piaţa proprietăţii. Ştim cu toţii că proprietatea e un pariu sigur. Numai că nu e aşa. (În ultimul trimestru al anului 2007, preţul caselor în Glasgow a scăzut cu 2,1%. Singura consolare era aceea că în Edinburgh a scăzut cu 5,8%.) În toate oraşele din lume preţul caselor a crescut cu mult peste ceea ce se justifica prin preţul chiriilor sau costurile de construcţie. După cum spunea economistul Robert Shiller, era pur şi simplu „o concepţie larg răspândită că locuinţele reprezintă o mare investiţie", ceea ce a creat o „clasică bulă speculativă" prin acelaşi mecanism de feedback care afecta în mod obişnuit bursele încă de pe vremea lui John Law. Pe scurt, a existat o exuberanţă iraţională în legătură cu trăinicia cărămizilor şi mortarului şi a câştigului de capital pe care pot să-l aducă[74].

După cum am văzut, această percepţie, în parte, îşi are originea în politică. Dar în vreme ce încurajarea tendinţei de dobândire a unei case poate ajuta la constituirea unei mase de partizani ai capitalismului, asta afectează şi pieţele de capital, deoarece îi sileşte pe oameni să parieze cu propria casă pe, ei bine, propria casă. Când teoreticienii în finanţe avertizează împotriva „prejudecăţii în privinţa casei", ei se referă la tendinţa investitorilor de a-şi investi banii în active produse de ţara lor. Dar adevărata prejudecată în privinţa casei este tendinţa de a ne investi aproape toată avuţia în propriile noastre case. În definitiv, construcţia de case reprezintă două treimi din portofoliul tipic al familiei americane, iar în alte ţări proporţia e şi mai mare[75]. Cheia securităţii financiare, din Buckinghamshire până în Bolivia, ar trebui să fie aceea a unui portofoliu diversificat de active[76]. Pentru asta suntem sfătuiţi să împrumutăm anticipând nişte câştiguri viitoare. Dar să nu ne lăsăm momiţi de mirajul de a paria totul pe jocul cu miză mare de câştig pe care-l oferă piaţa imobiliară care nici pe departe nu e lipsită de riscuri. Ar trebui să avem o viziune sustenabilă privind atât costul creditului, cât şi profitul investiţiei şi un echilibru sustenabil între datorie şi venit.

Şi e inutil să mai insistăm că aceste reguli se aplică nu numai proprietăţii asupra casei. Se aplică şi economiilor naţionale. Ultima întrebare la care rămâne să răspundem – ca urmare a procesului pe care am ajuns să-l numim globalizare – este următoarea : cât de mult a fost tentată cea mai mare economie a lumii să ignore aceste reguli ? Pe scurt, ce preţ plăteşte o superputere a subprimelor ?

Capitolul 6

De la Imperiu la Chimerica

Cu numai zece ani în urmă, în timpul crizei asiatice din 1997-1998, mulţi credeau că aceste crize financiare apar cu precădere la periferia lumii economice, pe aşa-numitele pieţe emergente (numite înainte ţări în curs de dezvoltare) din Asia de Est sau America Latină. Dar ameninţările cele mai mari la adresa sistemului financiar în acest nou secol nu au venit dinspre periferie, ci dinspre centru. În cei doi ani după ce bula internetului din Silicon Valley a atins punctul culminant, în august 2000, bursa de valori din Statele Unite a scăzut la aproape jumătate. Abia în mai 2007, investitorii Standard & Poor's 500 îşi recuperaseră pierderile. Apoi, la numai trei luni, a izbucnit o nouă furtună financiară, de data asta pe piaţa creditelor, şi nu la bursa de valori. După cum am văzut, criza a început în Statele Unite când milioane de familii americane au descoperit că nu mai pot plăti creditele ipotecare substandard în valoare de miliarde de dolari. A fost o vreme când crizele de acest fel ar fi aruncat tot restul sistemului financiar mondial în recesiune, dacă nu chiar în criză economică. Totuşi, până la sfârşitul anului 2008 Asia nu prea a părut afectată de criza creditelor din Statele Unite. Ba chiar unii analişti, cum ar fi Jim O'Neill, şeful departamentului de cercetări globale la Goldman Sachs, spun că restul lumii, în frunte cu China, care cunoaşte un boom financiar, se „decupla" de economia americană.

Dacă O'Neill are dreptate, trăim una dintre cele mai uimitoare modificări care au existat vreodată în echilibrul mondial al puterii financiare ; sfârşitul unei ere, care durează de mai bine de un secol, din vremea când tempoul financiar al economiei mondiale era dictat de ţările anglofone, mai întâi de Marea Britanie, apoi de America. Economia chineză a atins extraordinare momente de dezvoltare în ultimii 30 de ani, cu o rată anuală compusă de creştere a produsului intern brut pe cap de locuitor de 8,4%. Dar în ultima vreme acest ritm s-a intensificat şi mai mult. După ce O'Neill şi echipa sa au calculat pentru prima dată creşterea produsului intern brut al aşa-numitului grup de ţări BRIC (Brazilia, Rusia, India, China sau Big Rapidly Industrializing Countries – ţările cu dezvoltare industrială rapidă), aceştia au arătat că în jurul anului 2040 China poate depăşi Statele Unite[1]. Dar cele mai recente estimări ale lor au devansat această dată : 2027[2]. Economiştii de la Goldman Sachs nu ignoră provocările cărora trebuie să le facă faţă China, fără îndoială, nu în ultimul rând bombei cu ceas demografice plasate de politica draconicului regim comunist privind dreptul de a avea un singur copil şi consecinţelor de mediu ale revoluţiei industriale supraaccelerate din Asia de Est[3]. Sunt conştienţi şi de presiunile inflaţioniste din China, ilustrate de creşterea spectaculoasă a cotaţiilor şi a preţului alimentelor în 2008. Dar evaluarea generală e uimitor de pozitivă. Iar toate acestea demonstrează, foarte simplu, că istoria şi-a modificat direcţia în epoca noastră.

Acum trei sau patru sute de ani, era foarte dificil să faci diferenţa între venitul pe cap de locuitor din Occident şi cel din Orient. Colonistul mediu din America de Nord, se spune, avea un nivel de trai nu cu mult mai ridicat decât ţăranul chinez de rând. Ba chiar, în multe privinţe, civilizaţia chineză din timpul Dinastiei Ming era mult mai complexă decât cea de la începuturile statului Massachusetts. Beijingul, secole de-a rândul cel mai mare oraş al lumii, întrecea cu mult Bostonul, aşa cum flota de galioane a amiralului Zheng He de la începutul secolului al XV-lea eclipsa *Santa Maria* a lui Cristofor Columb. Părea că delta fluviului Yangtze are la fel de multe şanse ca şi valea Tamisei să genereze inovaţii tehnologice majore menite să stimuleze productivitatea[4]. Totuşi, între 1700 şi 1950 a apărut o „mare divergenţă" între nivelul de trai dintre Occident şi cel din Orient. În vreme ce în China se poate să fi avut loc o scădere absolută a venitului pe cap de locuitor în acea perioadă, societăţile din nord-vest – în special Marea Britanie şi ramificaţiile sale coloniale – cunoşteau o creştere fără precedent mulţumită, în mare măsură, impactului revoluţiei industriale. În 1820, venitul pe cap de locuitor din Statele Unite era cam de două ori mai mare decât în China ; în 1870 ajunsese de cinci ori mai ridicat, în 1913 de zece ori, iar în 1950 de aproape 22 de ori. Creşterea anuală a produsului intern brut pe cap de locuitor în Statele Unite între 1820 şi 1950 a fost de 1,57%, iar în China de 0,24%[5]. În 1973, venitul mediu din China reprezenta, în cel mai bun caz, a douăzecea parte din cel din Statele Unite. Calculate în dolari internaţionali la cursurile de schimb ale pieţei, diferenţele erau şi mai mari. Chiar mai recent, în 2006, raportul dintre Statele Unite şi China în privinţa venitului pe cap de locuitor era încă de 22,9 la 1.

Ce nu a funcţionat în China între 1700 şi 1970? Unul dintre argumente e că China nu a avut parte de două aspecte macroeconomice majore, absolut necesare pentru avântul nord-vestului din secolul al XVIII-lea. Primul a fost cucerirea celor două Americi şi, în special, transformarea insulelor Caraibe în colonii producătoare de zahăr, „acri fictivi" care diminuau presiunile exercitate asupra unui sistemul agricol european ce altfel ar fi putut genera venituri tot mai mici, precum în China. Iar al doilea a fost că bazinele carbonifere se aflau în apropierea unor locuri potrivite pentru dezvoltarea industrială. Dar expansiunea colonială, pe lângă calorii, lemn, bumbac şi lână mai ieftine, a avut şi alte beneficii. A încurajat dezvoltarea tehnologiilor militare foarte utile – ceasuri, tunuri, lentile pentru instrumentele de navigaţie –, ce s-au dovedit a stimula foarte mult dezvoltarea utilajelor industriale[6]. Evident, au fost oferite multe alte explicaţii pentru marea divergenţă dintre Occident şi Orient : diferenţe legate de topografie, resursele naturale, cultură, atitudinile faţă de ştiinţă şi tehnologie, chiar şi diferenţele de la nivelul evoluţiei umane[7]. Dar rămâne credibilă şi ipoteza că problemele Chinei nu au fost legate doar de resurse, ci erau şi de natură financiară. În primul rând, caracterul unitar al imperiului a împiedicat concurenţa fiscală, care s-a dovedit a fi un motor atât de important al inovaţiilor financiare în Europa Renaşterii şi după aceea. În al doilea rând, uşurinţa cu care imperiul chinez îşi putea finanţa deficitul prin emisiune monetară a descurajat apariţia unor pieţe de capital precum cele din Europa[8]. Şi monedele emise şi controlate de stat erau mult mai disponibile în China decât în Europa datorită excedentului comercial al Chinei. Pe scurt, Regatul de Mijloc a avut mult mai puţine stimulente pentru a crea cambii comerciale, obligaţiuni şi acţiuni ordinare. Atunci când unele instituţii financiare moderne au ajuns în cele din urmă şi în China, la sfârşitul secolului al XIX-lea, erau parte a imperialismului occidental şi, după cum vom vedea, au fost mereu vulnerabile în faţa reacţiei patriotice negative faţă de influenţa străină[9].

Globalizarea, în sensul de integrare rapidă a pieţelor internaţionale ale produselor, mărfurilor, muncii şi capitalului, nu este un fenomen nou. În cele trei decenii de dinainte

de 1914, comerţul cu mărfuri a atins o proporţie aproape la fel de mare în cadrul producţiei mondiale ca şi în ultimii 30 de ani[10]. Într-o lume cu granițe mai puţin stricte, migraţia internaţională a fost, cu siguranţă, mai amplă proporţional cu numărul populaţiei ; în 1910, mai bine de 14% din populaţia Statelor Unite se născuse în alte ţări, în comparaţie cu mai puţin de 12% în 2003[11]. Deşi, în termeni bruţi, stocurile de capital internaţional erau mai mari raportat la PIB în anii 1990 decât fuseseră cu un secol în urmă, în termeni de valoare netă sumele investite în străinătate – mai ales de ţările bogate in ţările sărace – erau cu mult mai mari înainte[12]. Acum mai bine de un secol, unii întreprinzători din Europa şi America de Nord au înţeles că toată Asia oferea oportunităţi ispititoare. Pe la mijlocul secolului al XIX-lea, tehnologiile-cheie ale revoluţiei industriale puteau fi transferate oriunde. Întârzierile din domeniul comunicării fuseseră foarte mult diminuate datorită instalării unei reţele internaţionale de cabluri submarine. Era capital din abundenţă şi, după cum vom vedea, investitorii din Marea Britanie erau gata să-şi rişte banii în ţări îndepărtate. Echipamentele erau ieftine, energia la îndemână, iar mâna de lucru atât de abundentă, încât confecţionarea textilelor în China sau India ar fi trebuit să fie o afacere extrem de profitabilă[13]. Cu toate acestea, în ciuda investiţiilor de peste un miliard de lire sterline din fonduri occidentale, promisiunea globalizării din epoca victoriană nu s-a realizat în cea mai mare parte a Asiei, lăsând în urmă gustul amar a ceea ce şi astăzi este numită exploatarea colonială. Şi, într-adevăr, atât de profundă a fost reacţia împotriva globalizării de la mijlocul secolului, încât două dintre ţările cu cea mai numeroasă populaţie din Asia au ajuns să se izoleze aproape cu totul de piaţa mondială din 1950 până în anii 1970.

În plus, ultima epocă a globalizării nu a avut un sfârşit fericit. Din contra, acum mai puţin de o sută de ani, în vara anului 1914, aceasta şi-a dat sufletul nu cu un suspin, ci cu un bubuit asurzitor, în momentul în care principalii beneficiari ai globalizării economice au pornit cel mai distructiv război de până atunci. Credem că ştim de ce capitalul internaţional nu a reuşit să determine o creştere sustenabilă în Asia înainte de 1914. Dar a fost vreo legătură între efectele integrării economice mondiale şi izbucnirea Primului Război Mondial? Recent s-a sugerat că războiul ar trebui înţeles ca un fel de reacţie împotriva globalizării, anunţat de creşterea tarifelor şi limitarea imigraţiei din deceniul de dinainte de 1914 şi salutat cu multă căldură de elitele agrare europene, a căror poziţie era subminată de decenii de scăderea preţurilor produselor agricole şi de emigrarea surplusului de lucrători agricoli către Lumea Nouă[14]. Înainte de a accepta veseli minunata şi aşa-zis „postamericana" lume nouă de astăzi[15], trebuie să ne asigurăm că asemenea reacţii neprevăzute nu vor ajunge să tragă preşul geopolitic de sub picioarele ultimei variante de globalizare.

Globalizarea şi Armagedonul

Se spunea că pe pieţele emergente apar situaţii de „emergenţă". Când investeşti în ţări aflate cine ştie pe unde, s-ar putea să te îmbogăţeşti, dar când lucrurile iau o întorsătură proastă ar putea să fie cel mai scurt drum către ruină. După cum am văzut în capitolul 2, prima criză a creditelor din America Latină a avut loc demult, prin anii 1820. Tot o criză a unei pieţe emergente, în Argentina, a fost cât pe ce să falimenteze Banca Barings în 1890, iar Nick Leeson din Singapore, care tranzacţiona cotracte futures, a dat lovitura de graţie Băncii Baring 105 ani mai târziu. Criza datoriilor din America Latină din anii 1980

și criza asiatică din anii 1990 nu erau ceva fără precedent. Istoria finanțelor sugerează că multe dintre piețele emergente de astăzi ar trebui numite piețe reemergente*. În acest moment, ultima piață reemergentă este China. După spusele unor investitori sinofili, precum Jim Rogers, acolo poți face bani fără număr[16]. Dar nu e prima dată când investitorii străini au băgat bani în active din China, visând să câștige sume imense în țara cu cea mai numeroasă populație din lume. Și merită să ne amintim că ultima dată și-au pierdut nu doar cămașa de pe ei, ci cămăși câte pot coase toți faimoșii croitori din Hong Kong la un loc într-o lună.

Problema principală cu investițiile realizate în străinătate era și atunci, ca și acum, că pentru investitorii din Londra sau New York este foarte dificil să afle ce pune la cale un guvern sau un întreprinzător care se află peste mări și țări. În plus, cele mai multe dintre țările neoccidentale aveau până de curând sisteme juridice pe care nu prea te puteai baza și norme contabile diferite. Dacă un partener de afaceri străin se hotăra să nu își mai plătească datoriile, un investitor aflat la celălalt capăt al lumii nu prea avea ce să facă. În prima epocă de globalizare, soluția acestei probleme a fost brutal de simplă și de eficientă : impunerea dominației europenilor.

William Jardine și James Matheson erau doi pirați scoțieni care au înființat în 1832 o companie comercială în portul Guangzhou (care pe atunci se numea Canton) din sudul Chinei. Una dintre cele mai profitabile afaceri ale lor era să importe din India opiu produs de stat. Jardine fusese chirurg pe vasele Companiei Indiilor de Est, dar opiul pe care îl aducea în China nu era, cu siguranță, pentru uz medicinal. Această practică fusese interzisă de împăratul Yongzheng cu un secol înainte, în 1729, din pricina costului social ridicat al dependenței de opiu. În 10 martie 1839 la Canton a sosit un funcționar imperial, Lin Zexu, cu poruncă de la împăratul Daoguang să pună capăt acestui negoț o dată pentru totdeauna. Lin a blocat așa-numitele *godown* (depozite) din Guangzhou până când negustorii englezi aveau să se conformeze cererilor sale. În total au fost confiscate 20.000 de lăzi cu opiu în valoare de două milioane de lire sterline. Conținutul lor a fost alterat, pentru ca opiul să nu mai poată fi folosit, și apoi a fost aruncat în mare[17]. Chinezii au insistat ca începând din acel moment supușii britanici de pe teritoriul chinez să respecte legile din China. Aceste sancțiuni nu au fost deloc pe placul lui Jardine. În timpul crizei, Jardine, numit de chinezi „Bătrânul Șobolan cu Cap de Fier", se afla în Europa și s-a dus imediat la Londra pentru a face lobby pe lângă guvernul britanic. După trei întâlniri cu ministrul de Externe, vicontele Palmerston, se pare că Jardine l-a convins că se impunea o demonstrație de forță și că, având în vedere starea „jalnică a joncilor lor de luptă", forțele britanice „îndestulătoare" aveau să învingă fără probleme. Pe 20 februarie 1840, Palmerston a emis ordinul. În iunie 1840 toate pregătirile erau încheiate. Imperiul Dinastiei Qing avea să simtă ce înseamnă forța statului care făcea trafic de droguri cu cel mai mare succes : Imperiul Britanic.

Așa cum a prezis Jardine, autoritățile chineze nu au reușit să facă față puterii navale britanice. Guangzhou a fost pus sub blocadă, insula Chusan (Zhoushan) a fost capturată. După o confruntare de zece luni, soldații britanici din infanteria marină au cucerit forturile care apărau gurile Fluviului Perlelor, calea navigabilă care lega Hong Kongul de Guangzhou. Potrivit Convenției de la Chuenpi, semnată în ianuarie 1841 (dar apoi respinsă de împărat), Hong Kongul devenea posesiune britanică. Tratatul de la Nanking, semnat un an mai târziu, după alte confruntări militare unilaterale, a consfințit această cesionare și a dat frâu liber

* Sintagma *piețe emergente* a fost folosită pentru prima dată în 1980 de Antoine van Agtmael, economist la Banca Mondială.

comerţului cu opiu în cinci porturi, aşa-numitele porturi ale tratatului : Canton, Amoy (Xiamen), Foochow (Fuzhou), Ningbo şi Shanghai. Conform principiului extrateritorialităţii, supuşii britanici puteau opera în aceste oraşe având deplină imunitate în faţa legii chineze.



„Bătrânul Şobolan cu Cap de Fier" : William Jardine, cofondatorul firmei Jardine Matheson

Pentru China, Primul Război al Opiului a inaugurat o epocă a umilinţelor. Dependenţa de acest drog a explodat. Misionarii creştini au destabilizat credinţele confucianiste tradiţionale. Iar în haosul creat de Răscoala Taiping – o răscoală ţărănească îndreptată împotriva unei dinastii discreditate şi condusă de autoproclamatul frate mai mic al lui Hristos – şi-au pierdut viaţa între 20 şi 40 de milioane de oameni. Dar pentru Jardine şi Matheson, care s-au grăbit să cumpere terenuri în Hong Kong şi, curând, şi-au mutat şi sediul principal pe Promontoriul de Est al insulei, sosiseră în fine zilele de glorie ale globalizării victoriene. Jardine's Lookout, unul dintre vârfurile cele mai înalte ale insulei, era pe atunci locul unde compania plasase un om care stătea de strajă permanent, urmărind vasele firmei care soseau de la Bombay, Calcutta sau Londra. Cum Hong Kongul devenea un centru comercial tot mai înfloritor, curând compania nu se mai ocupa doar cu opiul. La începutul anilor 1900, Jardine Matheson avea de-acum propriile fabrici de bere şi de

prelucrare a bumbacului, propria companie de asigurări, propria linie de feribot, ba chiar şi căi ferate proprii, inclusiv cea dintre Canton şi Kowloon, construită între 1907 şi 1911.



James Matheson, partenerul lui Jardine în negoţul cu opiu

La Londra, se deschideau nenumărate oportunităţi de investiţii în străinătate. Nimic nu ilustrează asta mai bine decât registrele de la N M Rothschild & Sons, care dezvăluie extraordinara gamă de titluri de valoare pe care partenerii de la Rothschild le deţineau in portofoliile lor de multe milioane de lire sterline. Doar pe o singură pagină sunt trecute 20 de tipuri de titluri de valoare, inclusiv obligaţiuni emise de statele Chile, Egipt, Germania, Ungaria, Italia, Japonia, Norvegia, Spania şi Turcia, precum şi titluri emise de 11 companii de căi ferate, între care cele din Argentina, două din Canada şi una din China[18]. Nu doar cei câţiva membri ai unei elite financiare se puteau implica în aceste afaceri internaţionale atât de diversificate. Încă din 1909, pentru suma modică de doi şilingi şi şase penny, investitorii britanici puteau cumpăra cartea lui Henry Lowenfeld *Investiţia : o ştiinţă exactă*, ce recomanda „un sistem sănătos de medii, bazat pe Distribuţia Geografică a Capitalului", ca mijloc „de reducere la minimum a contagiunii speculaţiei în actul de investiţie"[19]. După cum consemna Keynes mai târziu, în – pe bună dreptate - celebra sa lucrare *Urmările economice ale păcii*, un londonez cu posibilităţi medii nu trebuia să facă mare efort „ca să se aventureze să-şi investească averea în resursele naturale şi noile întreprinderi din oricare colţ al lumii şi să se bucure, fără mare strădanie şi dificultăţi, de roadele şi avantajele acestora"[20].

La acea vreme existau cam 40 de burse de valori răspândite în toată lumea, dintre care şapte erau prezente cu regularitate în presa financiară britanică. Bursa din Londra lista obligaţiuni emise de 57 de guverne din ţări suverane sau colonii. Dacă urmărim parcursul banilor de la Londra spre restul lumii, ni se dezvăluie adevărata amploare a

acestei prime globalizări. Aproape 45% din investiţiile britanice mergeau spre Statele Unite, Canada şi Australia, 20% spre America Latină, 16% spre Asia, 13% spre Africa şi 6% spre restul Europei[21]. Dacă adunăm tot capitalul britanic obţinut prin emisiunea de obligaţiuni publice între 1865 şi 1914, vedem că majoritatea acestuia a ajuns în străinătate ; doar mai puţin de o treime a fost investit în Marea Britanie[22]. În 1913, în întreaga lume, valoarea totală a titlurilor de valoare a fost estimată la 158 de miliarde de dolari, dintre care 45 de miliarde (28%) erau obligaţiuni internaţionale. Din toate titlurile de valoare cotate la Bursa din Londra în 1913, aproape jumătate (48%) erau obligaţiuni străine[23]. Valoarea brută a creanţelor străine în 1913 era echivalentă cu 150% din produsul intern brut al Marii Britanii, iar excedentul anual de cont curent se ridica la 9% din produsul intern brut din 1913 – dovadă a ceea ce acum s-ar putea numi o supracapitalizare britanică. E semnificativ faptul că o proporţie mai mare a exportului de capital mergea spre ţările relativ sărace înainte de 1913 decât în ultima vreme. În 1913, 25% din stocul mondial de capital străin era investit în ţări cu un venit pe cap de locuitor reprezentând o cincime sau mai puţin din produsul intern brut al Statelor Unite pe cap de locuitor ; în 1997, proporţia era doar de 5%[24].

Probabil că investitorii britanici erau atraşi pe pieţele străine pur şi simplu de perspectiva unui profit mai mare în regiunile sărace în capital[25]. Poate că au fost încurajaţi de răspândirea etalonului aur sau de creşterea responsabilităţii fiscale a guvernelor străine. Dar e greu de crezut că s-ar mai fi realizat atât de multe investiţii în străinătate înainte de 1914 dacă nu ar fi existat o creştere a puterii Imperiului Britanic. Între două cincimi şi jumătate din investiţiile britanice în străinătate s-au realizat în coloniile controlate de britanici. O parte substanţială s-a dus, de asemenea, şi către ţări ca Argentina şi Brazilia, asupra cărora Marea Britanie exercita o influenţă neoficială considerabilă. Iar investiţiile britanice în străinătate erau disproporţionat de axate pe active care să sporească influenţa politică a Londrei : nu numai obligaţiuni guvernamentale, ci şi acţiuni emise pentru construcţia de căi ferate, facilităţi portuare şi mine. În parte, atracţia pe care o exercitau titlurile de valoare din colonii era reprezentată de garanţiile explicite ale unora dintre ele[26]. Legea privind împrumuturile coloniale (1899) şi Legea privind acţiunile coloniale (1900) au oferit, de asemenea, obligaţiunilor coloniale acelaşi statut de garanţie ca şi obligaţiunea-martor perpetuă a guvernului britanic, *consol*, transformându-le în investiţii eligibile pentru băncile de depuneri şi economii pentru fonduri fiduciare[27]. Dar adevărata atracţie a obligaţiunilor coloniale era mai degrabă implicită decât explicită.

Oamenii epocii victoriene au impus un anume grup de instituţii în colonii care aveau menirea de a spori atractivitatea acestora pentru investitori. Aceştia au depăşit principiile treimii gladstoniene – sistem monetar sănătos, bugete echilibrate şi comerţ liber – şi au inclus şi domnia legii (şi anume, în special, drepturile asupra proprietăţii concepute în stil britanic) şi o administraţie relativ necoruptă, ca parte a „politicilor publice" ale liberalismului imperial de la sfârşitul secolului al XIX-lea. Respectarea contractelor de împrumut încheiate cu creditorii coloniali putea fi impusă cu forţa mai uşor decât în cazul unor state independente. De aceea, după cum nota Keynes mai târziu, „Rhodesia de Sud – un teritoriu în mijlocul Africii cu doar câteva mii de locuitori albi şi mai puţin de un milion de locuitori negri – putea să ofere un credit fără garanţii în condiţii deloc diferite de Creditul de Război [Britanic]", iar investitorii puteau prefera „acţiuni nigeriene (care nu aveau garanţiile guvernului britanic) în locul... unor obligaţiuni ale Companiei Căilor Ferate de Nord-Est"[28]. Prin impunerea legislaţiei britanice (cum s-a întâmplat în Egipt în 1882) s-a ajuns practic la garantarea imposibilităţii „incapacităţii de plată" ; investitorii aveau o singură incertitudine : cât va dura dominaţia britanică acolo. Înainte

de 1914, în ciuda intensificării mişcărilor naţionaliste în posesiuni foarte diferite cum ar fi Irlanda sau India, independenţa politică părea o posibilitate foarte îndepărtată pentru cele mai multe popoare. Pe atunci chiar şi coloniile importante ale coloniştilor albi beneficiau doar de o autonomie politică limitată. Şi nici o colonie nu părea mai departe de a-şi câştiga independenţa ca Hong Kongul.

Între 1865 şi 1914, investitorii britanici au investit cel puţin 74 de milioane de lire sterline în active chineze, o mică parte din totalul de 4 miliarde de lire sterline investite în străinătate în 1914, dar o sumă importantă pentru sărăcita China[29]. Dar asta, fără îndoială, îi încredinţa pe investitori, începând din 1854, că Marea Britanie nu numai că stăpânea Hong Kongul ca o colonie a coroanei, ci controla şi întregul sistem de vămi maritime ale Imperiului Chinez, pentru a se asigura că măcar o parte a taxelor vamale colectate din porturile Chinei erau menite să acopere dobânda obligaţiunilor deţinute de britanici. Dar nu erau lipsite de primejdii nici cartierele generale ale europenilor din aşa-numitele porturi ale tratatului, unde flutura steagul Marii Britanii şi unde *taipanul* îşi savura ginul tonic. Indiferent cât de mult controla Marea Britanie Hong Kongul, n-a putut împiedica China să se implice mai întâi într-un război cu Japonia în 1894-1895, apoi în Revolta Boxerilor din 1900, iar în cele din urmă în rebeliunea care a alungat Dinastia Qing în 1911 – o revoluţie declanşată în parte şi de nemulţumirea chinezilor faţă de amploarea dominaţiei străine asupra economiei lor. Şi toate aceste tulburări i-au lovit pe investitori acolo unde îi durea mai tare : la portofel. Aşa cum s-a întâmplat şi în crizele politice de mai târziu – invazia japoneză din 1941 sau preluarea de către China în 1997 –, investitorii în Hong Kong au văzut cum valoarea obligaţiunilor şi a acţiunilor chinezeşti a scăzut mereu[30]. Iar această vulnerabilitate a globalizării timpurii în faţa războaielor şi revoluţiilor nu a fost specifică numai Chinei. S-a dovedit a fi valabilă pentru întregul sistem financiar mondial.

Cele trei decenii de dinainte de 1914 au fost ani de aur pentru investitori internaţionali – în adevăratul sens al cuvintelor. Comunicaţiile cu pieţele străine s-au îmbunătăţit foarte mult : în 1911, ca să ajungă de la New York la Londra, unui mesaj telegrafic îi trebuiau doar treizeci de secunde, iar costurile pentru trimiterea lui erau de doar 0,5% faţă de cele din 1866. Aproape toate băncile centrale europene aderaseră la etalonul aur în 1908 ; asta însemna că aproape toate puteau recurge la rezervele lor de aur, crescând rata dobânzilor (altfel spus, intervenind pe piaţă) dacă se confruntau cu o ieşire de valută. Cel puţin asta simplifica viaţa investitorilor, reducând riscurile unei fluctuaţii majore a schimbului valutar[31]. Guvernele de pretutindeni păreau, de asemenea, să-şi îmbunătăţească situaţia fiscală după ce perioadele de deflaţie din anii 1870 şi 1880 au făcut loc unei uşoare inflaţii pe la mijlocul anilor 1890, ceea ce a redus povara datoriilor în termeni reali. Creşterea economică a dus şi la creşterea veniturilor din impozite[32]. Totuşi, ratele dobânzilor pe termen lung au rămas scăzute. Deşi etalonul de valoare al obligaţiunilor perpetue britanice a crescut cu peste un punct procentual între 1897 şi 1914, acesta era la cel mai scăzut nivel din toate timpurile, adică 2,25%. Iar ceea ce am numi acum ecarturi ale pieţelor emergente s-au redus considerabil, în ciuda unor episoade majore de incapacitate de plată a datoriei în anii 1870 şi 1890. În afara unor obligaţiuni emise de imprevizibilele Grecia şi Nicaragua, nici una dintre obligaţiunile din ţările suverane sau coloniale care se tranzacţionau la Londra în 1913 nu a crescut cu mai mult de două puncte procentuale peste etalonul de valoare al obligaţiunilor perpetue, iar majoritatea ofereau un profit şi mai scăzut. Asta însemna că oricine cumpărase un portofoliu de obligaţiuni străine în, să zicem, 1880 se putea bucura acum de un frumos câştig de capital[33].

După 1880, profiturile şi volatilitatea obligaţiunilor celorlalte mari puteri, care însemnau aproape jumătate din datoriile suverane străine înregistrate la Londra, au cunoscut un declin continuu, sugerând că şi primele de risc politic au scăzut. Înainte de 1880, obligaţiunile austriece, franceze, germane şi ruseşti fluctuau chiar violent ca răspuns la informaţiile politice ; în schimb, diferitele alarme diplomatice şi incursiuni din deceniul de dinainte de 1914, cum au fost cele din Maroc sau Balcani, abia dacă au provocat un uşor tremur pe piaţa obligaţiunilor de la Londra. Deşi bursa Marii Britanii n-a înregistrat mişcări semnificative ca urmare a exploziei bulei Kaffir (mina de aur) din 1895-1900, profiturile au înregistrat un trend descendent. Există totuşi unele indicii care stabilesc o legătură între aceste trenduri şi o creştere a lichidităţilor pe termen lung, în parte datorită sporirii producţiei de aur şi, mai important, datorită unor inovaţii financiare prin care băncile cu acţiuni mixte şi-au extins balanţele în funcţie de rezerve, iar băncile de economii au reuşit să atragă depozite din zona clasei mijlocii şi a familiilor mai sărace[34].

Toate aceste trenduri economice benigne au încurajat optimismul general. Pentru o mulţime de oameni de afaceri – de la Ivan Bloch din Rusia ţaristă la Andrew Carnegie din Statele Unite – era cât se poate de limpede că ideea unui război major ar fi fost catastrofal pentru sistemul capitalist. În 1898, Bloch a publicat o lucrare masivă în şase volume intitulată *Viitorul războiului*, în care susţinea că, datorită progresului tehnologic în domeniul armelor de distrugere, războiul nu mai avea nici un viitor. Orice încercare de a purta un război pe scară largă ar duce la „falimentul naţiunilor"[35]. În 1910, în acelaşi an în care Carnegie crea Fundaţia pentru Pace Internaţională, Norman Angell, jurnalist britanic cu înclinaţii de stânga, publica lucrarea *Marea iluzie* şi argumenta că un război între marile puteri a devenit o imposibilitate economică tocmai „datorită delicatei interdependenţe a finanţelor noastre bazate pe credit"[36]. În primăvara anului 1914, o comisie internaţională a publicat un raport privind crimele comise în cursul Războaielor Balcanice din 1912-1913. În ciuda faptului evident că acele războaie fuseseră purtate *à l'outrance* între populaţii întregi, preşedintele comisiei nota în cuvântul său introductiv că marile puteri ale Europei (spre deosebire de stătuleţele balcanice) „au descoperit adevărul evident că cele mai bogate ţări au cel mai mult de pierdut într-un război şi, deci, toate aceste ţări îşi doresc pacea mai mult decât orice". Unul dintre membrii britanici ai comisiei, Henry Noel Brailsford – un aprig suporter al Partidului Laburist Independent şi un acerb critic al industriei de armament (*Războiul oţelului şi aurului*) –, declara :

> În Europa, epoca cuceririlor s-a încheiat şi, în afară de zona Balcanilor şi poate de fruntariile imperiilor austriac şi rusesc, e cât se poate de sigur, atât cât poate fi sigur ceva în politică, că frontierele statelor noastre naţionale sunt trasate definitiv. Convingerea mea e că nu vor mai fi alte războaie între cele şase mari puteri[37].

La început, pieţele financiare nu s-au sinchisit că Gavrilo Princip l-a asasinat pe moştenitorul tronului austriac, arhiducele Franz Ferdinand, în capitala Bosniei, Sarajevo, pe 28 iunie 1914. Abia pe 22 iulie presa financiară şi-a exprimat oarecare îngrijorări mai serioase că criza din Balcani poate escalada şi se poate transforma într-o criză mai gravă şi mai ameninţătoare din punct de vedere economic. Când, în cele din urmă, cu întârziere, investitorii au simţit posibilitatea unui război european pe scară largă, lichidităţile au dispărut din economia mondială de parcă s-ar fi rupt fundul butoiului. Primul simptom al crizei războiului a fost o creştere a primelor de asigurare în transporturile maritime în urma ultimatumului pe care Austria l-a dat Serbiei (care cerea, printre altele, să li se permită oficialilor austrieci să vină în Serbia să cerceteze dovezile de implicare a Belgradului

în acest asasinat). Preţul obligaţiunilor şi acţiunilor a început să scadă pe măsură ce investitorii prudenţi au căutat să-şi sporească lichidităţile transformându-le în bani gheaţă. Investitorii europeni, în special, s-au grăbit să înceapă să-şi vândă titlurile de valoare ruseşti, urmate de cele americane. Ratele de schimb au luat-o razna ca urmare a eforturilor creditorilor cu bani împrumutaţi în străinătate de a-şi repatria banii : valoarea lirei sterline şi a francului a urcat, în vreme ce rubla şi dolarul au căzut[38]. La 30 iulie, panica a cuprins cele mai multe pieţe financiare[39]. Primele firme din Londra care au resimţit presiunea au fost aşa-numitele firme de intermediere de la bursă, care se bazau în foarte mare măsură pe bani împrumutaţi pentru a-şi finanţa cumpărarea de capital. Pe măsură ce ordinele de vânzare au început să vină masiv, valoarea acţiunilor lor a scăzut sub valoarea datoriilor, forţând unele firme să intre în faliment (în special Derenberg & Co). Sub presiune au fost şi firmele comerciale ale brokerilor de cambii din Londra, multe dintre acestea având de recuperat importante sume de la parteneri de pe continent care acum erau fie în imposibilitate de a remite fondurile, fie nu doreau să facă asta. Dificultăţile acestora se reflectau, la rândul lor, asupra băncilor de accept (elita băncilor comerciale), care erau în prima linie a efectelor dacă partenerii străini intrau în incapacitate de plată, pentru că acceptaseră cambii. Dacă băncile de accept dădeau faliment, şi brokerii de cambii cădeau odată cu ele, probabil şi băncile mai mari constituite ca societăţi pe acţiuni, care zilnic împrumutau milioane pe termen scurt pieţei de scont. Decizia societăţilor bancare pe acţiuni de a-şi rechema împrumuturile a adâncit şi mai mult ceea ce am numi acum criza creditului[40]. Iar pe măsură ce toată lumea s-a repezit să vândă active şi să-şi sporească lichidităţile, cotaţiile la bursă au căzut, compromiţând acele firme de brokeraj care împrumutaseră fonduri garantând cu acţiuni. Clienţii din ţară au început să se teamă de o criză a băncilor. S-au format cozi fiindcă oamenii s-au repezit să schimbe bancnotele pe monede de aur la Banca Angliei[41]. Suspendarea efectivă a rolului Londrei ca centru al creditării internaţionale a contribuit la extinderea crizei din Europa în restul lumii.

Probabil cea mai remarcabilă caracteristică a crizei din 1914 a fost închiderea principalelor burse din lume pe o perioadă de cinci luni. Prima s-a închis bursa din Viena (la 27 iulie). La 30 iulie, toate bursele de pe continent şi-au închis porţile. A doua zi, bursele din Londra şi New York s-au văzut obligate să facă acelaşi lucru. Deşi o amânată zi de negociere s-a desfăşurat fără incidente pe 18 noiembrie, Bursa din Londra s-a redeschis abia pe 4 ianuarie 1915. Nu se mai întâmplase aşa ceva de la înfiinţarea sa în 1773[42]. Bursa din New York s-a redeschis pentru nişte tranzacţii limitate (obligaţiuni contra lichidităţi) pe 28 noiembrie, însă tranzacţionarea complet nerestricţionată s-a reluat abia pe 1 aprilie 1915[43]. Şi nu numai bursele de valori s-au închis din cauza crizei. Cele mai multe dintre bursele de mărfuri din Statele Unite au fost nevoite să-şi suspende tranzacţiile, la fel cum au făcut şi cele mai multe pieţe de schimb valutar din Europa. De exemplu, London Royal Exchange a stat închisă până la 17 septembrie[44]. Se pare că, dacă nu s-ar fi închis aceste pieţe, colapsul preţurilor ar fi ajuns la acelaşi nivel extrem ca în 1929, dacă nu şi mai rău. Nici un alt act de terorism sprijinit de stat nu a avut consecinţe financiare mai grave decât cel comis de Gavrilo Princip în 1914.

Din nou, adoptarea etalonului aur aproape în întreaga lume a constituit o consolare pentru investitori. Dar în criza din 1914 acesta a avut tendinţa de a accentua criza lichidităţilor. Unele bănci centrale (în special Banca Angliei) au crescut rata de scont în faza iniţială a crizei, într-o încercare inutilă de a-i descuraja pe străini să-şi repatrieze capitalul şi, în acest fel, să afecteze rezervele de aur. Înainte de declanşarea ostilităţilor s-a dezbătut pe larg eficienţa rezervelor de aur în eventualitatea unei situaţii de criză ; într-adevăr, aceste dezbateri constituie aproape singura dovadă că lumea financiară nu s-a

gândit o clipă la situațiile dificile care aveau să vină[45]. Totuși, etalonul aur nu era legat mai rigid de convertibilitate decât este astăzi dolarul monedă de referință în Asia și Orientul Mijlociu ; în situația dramatică a războiului, o seamă de țări, începând cu Rusia, au suspendat pur și simplu convertibilitatea monedei lor. Atât în Marea Britanie, cât și în Statele Unite s-a păstrat oficial convertibilitatea, dar aceasta putea fi suspendată imediat ce s-ar fi considerat necesar. (Băncii Angliei i s-a acordat dreptul de suspendare prin legea din 1844, care impunea un raport exact între rezervele băncii și emisiunea de bancnote, dar asta nu echivala cu suspendarea plăților în numerar, care puteau fi ușor menținute cu o rezervă mai redusă.) De fiecare dată, crizele au impulsionat emisiunile de bancnote pentru cazuri de urgență : în Marea Britanie, a bonurilor de tezaur de o liră și zece șilingi ; în Statele Unite, valuta pentru situații de urgență pe care băncile erau autorizate să o emită conform Legii Aldrich-Vreeland din 1908[46]. Atunci, ca și acum, autoritățile au reacționat la criza lichidităților prin emisiuni de bani.

Și nu s-a socotit că ar fi necesare doar aceste măsuri. La Londra, vacanța bancară din ziua de luni, 3 august, a fost prelungită până joi, 6 august. Prin decret regal, plata cambiilor al căror termen expira a fost amânată vreme de o lună. Un moratoriu de o lună a fost inclus în mare grabă în legislație și asupra altor plăți ajunse la termen (în afară de salarii, taxe, pensii și alte asemenea). (Toate aceste moratorii au fost mai apoi extinse până în 19 octombrie și apoi 4 noiembrie.) Pe 13 august, ministrul Trezoreriei a dat asigurări Băncii Angliei că, dacă va efectua plăți înainte de scadență pentru toate bonurile acceptate înainte de 4 august (data la care a fost declarată starea de război) „fără consecințe pentru deținătorii acestora", Trezoreria va suporta costurile oricăror pierderi ce ar surveni pentru bancă. Aceasta a însemnat un ajutor guvernamental pentru băncile de scont și a deschis porțile pentru o masivă extindere a bazei monetare, datorită avalanșei de obligațiuni asupra băncii pentru a fi scontate. Pe 5 septembrie, acest ajutor guvernamental a fost extins și la băncile de accept[47]. Înțelegerile în această privință au diferit de la țară la țară, dar aceste subterfugii au fost în mare măsură similare și de o amploare fără precedent : închiderea temporară a burselor, moratorii asupra datoriilor, emisiuni de urgență de bancnote puse pe piață de guverne, acțiuni de salvare a celor mai vulnerabile instituții. În toate aceste privințe, autoritățile erau pregătite să meargă mult mai departe decât o făcuseră în alte crize pur financiare. Așa cum se întâmplase și în precedentul „război mondial" (împotriva Franței revoluționare și apoi napoleoniene în urmă cu mai bine de un secol), s-a înțeles că războiul din 1914 era o situație de urgență deosebită, justificând măsuri care ar fi fost de neconceput în vreme de pace, printre care (după cum spunea un lord conservator) „exonerarea bancherilor... de orice răspundere"[48].

Închiderea burselor de valori și intervenția autorităților prin furnizarea de lichidități au evitat aproape sigur o catastrofală vânzare de active la prețuri de lichidare. Acțiunile la Bursa din Londra erau și așa cu 7% mai scăzute din anul când tranzacțiile fuseseră suspendate, și asta înainte să înceapă confruntările armate. Informațiile disparate privind tranzacțiile cu obligațiuni (care se desfășurau efectiv în stradă în perioada în care bursa fusese închisă) oferă o imagine a pierderilor pe care investitorii erau nevoiți să le suporte în ciuda eforturilor autorităților. La sfârșitul anului 1914, obligațiunile rusești scăzuseră cu 8,8%, etalonul de valoare al obligațiunilor perpetue britanice cu 9,3%, acele *rentes* franțuzești cu 13,2%, iar obligațiunile austriece cu 23%[49]. Ca să folosim cuvintele lui Patrick Shaw-Stewart de la banca Barings, a fost „unul dintre cele mai îngrozitoare lucruri cu care s-a confruntat lumea finanțelor de la Londra de când există ea"[50]. Și totuși acesta era doar începutul. Contrar iluziilor că avea să fie un „război pe termen scurt" (iluzii mai răspândite în mediile financiare decât în cele militare), aveau să mai urmeze încă

patru ani de vărsare de sânge şi o perioadă şi mai lungă de pierderi financiare. Orice investitor imprudent sau destul de patriot încât să se agaţe de titluri de mare valoare (obligaţiuni perpetue britanice sau noile Obligaţiuni de Război ale Regatului Unit) avea să sufere pierderi din cauza regularizărilor în funcţie de inflaţie de până la 46% în 1920. Chiar şi rentabilitatea reală la capitalul nominal britanic a fost negativă (minus 27%)[51]. Inflaţia din Franţa şi hiperinflaţia din Germania au provocat pierderi şi mai mari tuturor celor destul de imprudenţi ca să mai păstreze importante active în franci sau mărci. În 1923, deţinătorii de titluri de valoare germane de orice fel pierduseră totul, deşi reevaluarea stabilită de legislaţiile ulterioare le-a reconstituit o parte din capitalul iniţial. Cei cu portofolii substanţiale de obligaţiuni austriece, maghiare, otomane şi ruseşti au pierdut de asemenea masiv – chiar şi cele denominate în aur – când imperiile Habsburgilor, otomanilor sau Romanovilor s-au prăbuşit cu totul sub presiunea războiului. Pierderile au fost drastice şi bruşte în cazul obligaţiunilor ruseşti, pe care regimul bolşevic a refuzat să le mai plătească din februarie 1918. În acel moment, obligaţiunile ruseşti cu 5% dobândă din emisiunea 1906 erau negociate sub 45% din valoarea lor nominală. Speranţa unor înţelegeri cu creditorii străini a dăinuit pe tot parcursul anilor 1920, când acele obligaţiuni erau vândute la aproximativ 20% din valoarea nominală. În anii 1930 acestea nu mai aveau nici o valoare[52].

În ciuda celor mai insistente eforturi ale bancherilor, care au continuat să acorde credite în speranţa plăţii deloc promiţătoare a reparaţiilor de război germane, s-a dovedit că e imposibil să se restabilească vechea ordine a mobilităţii libere a capitalului între războaie. Criza valutelor, incapacităţile de plată, disputele privind reparaţiile şi datoriile de război, precum şi izbucnirea crizei au determinat tot mai multe ţări să impună controale asupra capitalurilor şi schimbului valutar, precum şi tarife protecţioniste şi alte restricţii comerciale, în încercarea vană de a păstra averea naţională pe seama schimburilor internaţionale. De exemplu, pe 19 octombrie 1921, guvernul chinez şi-a declarat falimentul şi a încetat aproape toate plăţile externe ale Chinei. A fost o istorie care s-a repetat pretutindeni în lume, de la Shanghai la Santiago, de la Moscova la Ciudad de Mexico. Până la sfârşitul anilor 1930, cele mai multe dintre statele lumii, chiar şi cele care şi-au păstrat libertatea politică, impuseseră ca măsuri normale restricţii asupra comerţului, migraţiei şi investiţiilor. Unele au ajuns la o cvasitotală autosuficienţă economică (autarhie), idealul unei societăţi deglobalizate. În mod onştient sau nu, toate guvernele au adoptat în perioada de pace restricţiile economice care fuseseră impuse pentru prima dată între 1914 şi 1918.

*

Originile Primului Război Mondial au devenit vizibile imediat după izbucnirea sa. Abia atunci liderul bolşevic Lenin şi-a dat seama că războiul era o consecinţă inevitabilă a rivalităţilor imperialiste. Abia atunci liberalii americani au descoperit că diplomaţia secretă şi păienjenişul alianţelor europene fuseseră principalele cauze ale conflictului. Fireşte, britanicii şi francezii au dat vina pe nemţi; la rândul lor, aceştia au dat vina pe britanici şi francezi. De mai bine de nouăzeci de ani, istoricii îşi tot îmbunătăţesc şi îşi modifică argumentele în această privinţă. Unii chiar au descoperit originile războiului în competiţia navală de la mijlocul anilor 1890, alţii în evenimentele din Balcani de după 1907. Atunci de ce, în situaţia în care cauzele sunt astăzi atât de evidente şi de numeroase, contemporanii au ignorat cu totul acest Armagedon înainte ca acesta să se abată asupra lumii? Unul dintre răspunsurile posibile ar fi acela că vederea le era înceţoşată de un

amestec de lichidităţi din belşug şi curgerea timpului. Combinaţia dintre integrarea mondială şi inovaţiile financiare făcuse ca lumea să le pară investitorilor convingător de sigură. În plus, trecuseră treizeci şi patru de ani de la ultimul mare război european, dintre Franţa şi Germania, care, din fericire, fusese unul de scurtă durată. Fireşte, din punct de vedere geopolitic, globul părea a fi o lume sigură. Dar oricine citea *Daily Mail* putea să-şi dea seama că cursa înarmărilor şi rivalităţile imperiale europene aveau să ducă într-o bună zi la un război major ; într-adevăr, circula o întreagă maculatură literară bazată pe ideea unui război anglo-german. Şi totuşi pe pieţele financiare pâlpâia o lumină verde, nu roşie, şi asta chiar până în ajunul dezastrului.

Aici ar putea fi şi o lecţie pentru vremurile noastre. Pentru prima eră a globalizării financiare a fost nevoie de cel puţin o generaţie. Dar a fost spulberată în doar câteva zile. Şi va fi nevoie de mai bine de două generaţii pentru a repara daunele provocate de tunurile din august 1914.

Asasinii economici

Din anii 1930 până spre sfârşitul anilor 1960, situaţia financiară internaţională şi ideea globalizării au stat în adormire – unii au socotit chiar că ar fi moarte[53]. Economistul american Arthur Bloomfield scria în 1946 :

> Acum s-a consolidat o doctrină deosebit de respectată, deopotrivă în cercurile academice şi în cele bancare, că o măsură substanţială de control *direct* asupra mişcării capitalului privat, in special asupra aşa-numitului capital fierbinte (mobil) în diversele sale variante, va fi de dorit în cele mai multe ţări, nu numai pentru următorii ani care ne stau în faţă, ci şi pe termen lung... Această întoarcere doctrinală cu 180 de grade reprezintă o deziluzie larg răspândită, rezultată din comportamentul distructiv al acestor mişcări de capital în anii interbelici[54].

Aliaţii, care aveau să fie curând victorioşi, s-au întâlnit în iulie 1944 la Bretton Woods, în Munţii Albi din New Hampshire, pentru a defini o nouă arhitectură financiară după război. În concepţia acestei noi ordini internaţionale, comerţul avea să fie treptat liberalizat, restricţiile în privinţa mişcărilor de capital rămânând însă neatinse. Ratele de schimb aveau să fie fixe, ca pe vremea etalonului aur, însă de acum moneda de referinţă – valuta internaţională de rezervă – avea să fie dolarul, şi nu aurul (deşi, în principiu, dolarul însuşi rămânea convertibil în aur, din care imense cantităţi zăceau încremenite, dar totemice, la Fort Knox). După cum spunea Keynes, unul dintre arhitecţii sistemului de la Bretton Woods, „controlul mişcărilor de capital" avea să fie „o trăsătură permanentă a sistemului postbelic"[55]. Chiar şi turiştii puteau fi împiedicaţi să plece în străinătate cu mai mult decât valuta din buzunar dacă guvernele se simţeau incapabile să-şi facă moneda naţională convertibilă. Când cantităţi importante de capital au trecut totuşi graniţele naţionale, transferul s-a făcut la nivel guvernamental – precum Ajutorul Marshall*, care a ajutat la refacerea Europei Occidentale devastate, între anii 1948 şi 1952[56]. Cei doi

* Valoarea totală distribuită prin Planul Marshall a fost echivalentul a aproximativ 5,4% din produsul intern brut al Statelor Unite din anul în care generalul George Marshall a ţinut importantul său discurs sau 1,1% distribuită pe toată perioada de desfăşurare a programului, care s-a întins din aprilie 1948, când a fost aprobată Legea Asistenţei pentru Străinătate, până în iunie 1952, când s-au făcut ultimele plăţi. Dacă ar fi existat un Plan Marshall între 2003 şi 2007, ar fi însemnat un cost de 550 de miliarde de dolari. Prin comparaţie, actualul ajutor

„îngeri" de pază ai acestei noi ordini aveau să fie stabiliţi la Washington, DC: Fondul Monetar Internaţional şi Banca Internaţională pentru Reconstrucţie şi Dezvoltare, cunoscută mai târziu (în combinaţie cu Asociaţia Internaţională de Dezvoltare) drept Banca Mondială. După cum spunea actualul preşedinte al Băncii Mondiale, Robert Zoellick, „FMI era menit să regularizeze ratele de schimb. Ceea ce s-a transformat în Banca Mondială trebuia să ajute la reconstrucţia ţărilor distruse de război. Comerţul liber avea să fie revitalizat. Dar despre liberalizarea mişcării capitalului nu putea fi vorba". Aşa încât în următorul sfert de veac guvernele au rezolvat cu adevărat aşa-numita „trilemă", conform căreia o ţară putea alege doar două din trei opţiuni politice:

1. libertate deplină pentru mişcările de capital peste graniţă;
2. o rată fixă a schimbului valutar;
3. o politică monetară independentă orientată spre obiective interne[57].

Conform înţelegerii de la Bretton Woods, ţările occidentale au optat pentru prevederile 2 şi 3. Şi, într-adevăr, tendinţa era de a întări şi mai mult controlul asupra capitalului odată cu trecerea timpului. Un bun exemplu e Legea Egalizării Dobânzilor adoptată de Statele Unite în 1963, care a fost inadins concepută pentru a-i descuraja pe americani să investească în titluri de valoare străine.

Dar sistemul de la Bretton Woods a avut întotdeauna o hibă. Pentru aşa-numita Lume a Treia, diferitele încercări de a adapta Planul Marshall prin programe interguvernamentale de ajutorare s-au dovedit a fi o decepţie. De-a lungul timpului, ajutorul american a fost asigurat şi prin condiţii politice şi militare care nu întotdeauna au fost spre folosul deplin al beneficiarilor. Însă chiar dacă lucrurile ar fi fost altfel, e îndoielnic ca acest sistem de injecţii de capital conceput de nişte economişti americani ca Walt Rostow* să fi fost soluţia pentru problemele economice ale celor mai multe dintre ţările din Africa, Asia şi America Latină. Mare parte din acest ajutor a fost direcţionat către ţări sărace, dar cea mai bună parte a acestuia a fost fie risipit zadarnic, fie furat[58]. În situaţia în care înţelegerea de la Bretton Woods a reuşit într-adevăr să genereze o nouă bogăţie prin accelerarea refacerii Europei Occidentale, nu puteau decât să se simtă frustraţi acei investitori care au văzut riscul unei excesive favorizări a obiectivelor autohtone. Şi, câtă vreme această înţelegere le îngăduia ţărilor să subordoneze politica monetară în scopul folosirii integrale interne, se creau conflicte potenţiale între opţiunile 2 şi 3 ale trilemei. Spre sfârşitul anilor 1960, deficitul public al Statelor Unite era neglijabil după standardele de astăzi, dar destul de mare pentru a determina proteste din partea Franţei că Washingtonul îşi exploatează statutul rezervelor valutare pentru a primi privilegiul seniorului din partea creditorilor străini prin noi emisiuni de dolari, cam tot aşa cum monarhii medievali îşi exploatau dreptul de monopol asupra monetăriilor pentru a devaloriza valuta. Decizia administraţiei Nixon de a reteza şi ultima legătură cu etalonul aur (anulând convertibilitatea în aur a dolarului) a anunţat moartea înţelegerii de la Bretton Woods în 1971[59]. Când, în 1973, a venit lovitura războiului arabo-israelian şi a embargoului petrolului arab, majoritatea băncilor centrale au avut tendinţa de a evita şocul preţurilor prin măsuri de înlesnire a

---

economic pentru străinătate din timpul administraţiei Bush dintre 2001 şi 2006 a totalizat mai puţin de 150 de miliarde de dolari, în medie sub 0,2% din produsul intern brut.

* Rostow, autorul lucrării *The Stages of Economic Growth: A Non-Communist Manifesto* (1960), oferea consiliere economică şi strategică cam în aceeaşi măsură administraţiilor democrate din anii 1960. Fiind un fel de consilier de securitate naţională al preşedintelui Lyndon Johnson, el a fost strâns asociat cu escaladarea Războiului din Vietnam.

creditului, ceea ce a dus exact la criza inflaţionistă de care se temuse Jacques Rueff, consilierul generalului de Gaulle[60].

Odată cu liberalizarea variabilităţii valutelor şi înflorirea pieţelor de obligaţiuni străine, precum cele europene, anii 1970 au cunoscut o revigorare a exportului de capital neguvernamental. În special băncile occidentale au dat buzna să recicleze surplusul în creştere rapidă de capital al ţărilor exportatoare de petrol. Iar regiunea pe care bancherii au ales s-o crediteze cu petrodolarii din Orientul Mijlociu era o veche favorită. Între 1975 şi 1982, America Latină şi-a sporit de patru ori valoarea împrumuturilor străine, de la 75 de miliarde la peste 315 miliarde de dolari. (Ţările din estul Europei s-au implicat şi ele în această piaţă a creditelor, semn sigur al tristei sorţi care pândea blocul comunist.) Apoi, în august 1982, Mexicul a anunţat că va intra în incapacitate de plată. Un întreg continent se clătina în pragul falimentului. Dar de acum trecuseră zilele când investitorii puteau fi încrezători că guvernele lor aveau să trimită o navă militară atunci când un guvern străin îşi încălca angajamentele. De data aceasta rolul de poliţie financiară trebuia jucat de doi bancheri neînarmaţi, Fondul Monetar Internaţional şi Banca Mondială. Noul lor cuvânt de ordine a devenit o „condiţionalitate" : nu faci reforme, nu primeşti bani. Mecanismul lor preferat era programul de ajustare structurală. Iar politica pe care ţările debitoare trebuiau să o adopte a devenit cunoscută sub numele de Consensul de la Washington, o listă cu zece politici economice care în urmă cu o sută de ani ar fi încălzit inima administraţiei imperiale britanice*. Punctul 1 prevedea impunerea disciplinei fiscale pentru reducerea sau eliminarea deficitelor. Baza de impozitare urma să fie lărgită, iar rata taxelor scăzută. Piaţa trebuia să stabilească ratele dobânzii şi ratele de schimb. Comerţul urma să fie liberalizat şi, un lucru esenţial, la fel şi fluxul de capital. Brusc, capitalul mobil, care fusese condamnat la Bretton Woods, devenea din nou mobil.

Totuşi, pentru unii critici, Banca Mondială şi FMI nu erau decât agenţi ai aceluiaşi imperialism yankeu. Se pretindea că fiecare împrumut de la FMI sau Banca Mondială va fi folosit pur şi simplu pentru a cumpăra mărfuri americane de la firme americane – adeseori fiind vorba de arme care să menţină la putere dictatori neîndurători sau oligarhii corupte. Iar costurile „ajustărilor structurale" aveau să fie suportate de supuşii lor neajutoraţi. Iar conducătorii din Lumea a Treia care aveau să iasă din front se vor trezi în situaţii foarte dificile. Mai ales în anii 1990, acestea erau argumentele cele mai vehiculate pe vremea când protestele antiglobalizare deveniseră un spectacol obişnuit la reuniunile internaţionale. Însă aceste argumente puteau fi uşor de contracarat când apăreau înscrise pe placarde sau erau promovate prin sloganuri gălăgioase de mulţimi de tineri bine hrăniţi din lumea occidentală. Dar când acuzaţii similare sunt făcute la adresa instituţiilor născute la Bretton Woods de către foşti insideri, acestea merită cercetate mai îndeaproape.

Pe vremea când era economist-şef la filiala din Boston a Chas. T. Main, Inc., John Perkins spune că era mandatat să se asigure că banii împrumutaţi unor ţări precum Ecuador şi Panama de către FMI şi Banca Mondială aveau să fie utilizaţi pentru bunuri oferite de corporaţii americane. „Asasini economici – precum fusese el însuşi, după opinia lui

* Redăm aici o scurtă prezentare a celor zece puncte formulate pe baza originalului lui John Williamson : 1. impunerea disciplinei fiscale ; 2. reforma taxelor ; 3. liberalizarea ratei dobânzilor ; 4. creşterea cheluielilor pentru sănătate şi educaţie ; 5. garantarea drepturilor de proprietate ; 6. privatizarea industriilor de stat ; 7. liberalizarea pieţelor ; 8. adoptarea unei rate de schimb competitive ; 9. înlăturarea barierelor vamale ; 10. înlăturarea barierelor pentru investiţiile directe de capital străin.

Perkins – erau pregătiţi pentru... construcţia imperiului american... pentru a crea situaţii in care cât mai multe resurse să se îndrepte spre această ţară şi spre corporaţiile noastre, spre guvernele noastre."

> Acest imperiu, spre deosebire de toate celelalte din cursul istoriei omenirii, a fost creat în primul rând prin manipulare economică, prin înşelătorie, fraudă, prin ispitirea popoarelor să împrumute felul nostru de viaţă, cu ajutorul unor asasini economici... Adevărata mea misiune era să ofer credite altor ţări, credite imense, mult mai mari decât ar fi fost ele în stare să restituie... Deci le dădeam aceste credite imense, mare parte din bani se întorceau în Statele Unite, ţara era lăsată înglodată în datorii şi dobânzi şi, in fapt, aceste ţări deveneau slujitorii noştri, sclavii noştri. Este un imperiu, fără discuţie. Este un imperiu uriaş[61].

Conform celor susţinute în cartea lui Perkins *Confesiunile unui asasin economic*, doi conducători din America Latină, Jaime Roldós Aguilera din Ecuador şi Omar Torrijos din Panama, au fost asasinaţi în 1981 pentru că s-au opus faţă de ceea ce el numeşte „frăţietatea dintre capii corporaţiilor, ai guvernului şi ai băncilor al cărei scop este clădirea imperiului global"[62]. Dar trebuie să recunoaştem că povestea lui are şi nişte aspecte mai tulburi. Şi nu e vorba numai de faptul că Statele Unite ar fi împrumutat mulţi bani guvernelor din Ecuador şi Panama. În anii 1970, totalul acestor împrumuturi a fost de numai 96 şi, respectiv, 197 de milioane de dolari, mai puţin de 0,4% din totalul donaţiilor şi împrumuturilor acordate de Statele Unite. Iar Ecuador şi Panamá nu erau nici pe departe clienţi importanţi pentru Statele Unite. În 1990, acestea însemnau 0,17% şi, respectiv, 0,22% din totalul exporturilor Statelor Unite, ceea ce nu par să fie nişte cifre pentru care să merite să ucizi. După cum susţine Bob Zoellick, „FMI şi Banca Mondială împrumută bani ţărilor aflate în criză, nu unor ţări care oferă imense oportunităţi de colaborare cu America corporatistă".

Cu toate acestea, acuzaţiile de neoimperialism nu vor să dispară. Conform opiniilor lui Joseph Stiglitz, laureat al Premiului Nobel pentru economie şi economist-şef la Banca Mondială între 1997 şi 2000, în anii 1980, FMI nu numai că a „susţinut supremaţia economiei de piaţă cu o fervoare ideologică", dar, de asemenea, „a adoptat o viziune mai curând imperialistă" asupra rolului său. În plus, Stiglitz susţine că „multe din politicile promovate insistent de FMI, în special cele privind liberalizarea prematură a pieţei de capital, au contribuit la instabilitatea globală... Locuri de muncă au fost sistematic distruse... [din cauză că] influxul de capital flotant spre şi dinspre ţara cu pricina, fenomen frecvent în urma liberalizării pieţei de capital, lasă ruine în urma sa... Chiar şi în ţările care au cunoscut oarecare creştere limitată, beneficiile s-au îndreptat spre cei avuţi şi mai ales spre cei foarte avuţi"[63]. În antipatia sa faţă de FMI (şi Wall Street), Stiglitz nu vede că în anii 1980 nu doar acele instituţii au sprijinit revenirea la mişcarea liberă a capitalurilor. De fapt, Organizaţia pentru Cooperare şi Dezvoltare Economică a fost cea care a deschis drumul liberalizării, urmată (după convertirea unor socialişti francezi precum Jacques Delors şi Michel Camdessus) de Comisia Europeană şi Consiliul European. Fără îndoială, a existat întâi un Consens al Parisului înaintea unui Consens al Washingtonului (deşi, în multe privinţe, această evoluţie s-a construit ca urmare a unui Consens al Bonnului în favoarea pieţelor de capital liber)[64]. Şi la Londra, guvernul condus de Margaret Thatcher făcea mai departe presiuni prin liberalizarea unilaterală a conturilor de capital fără nici un imbold din partea Statelor Unite. În fapt, administraţia Reagan a venit cu aceleaşi reglementări după ce Thatcher luase iniţiativa.



Jaime Roldos Aguilera din Ecuador...



...şi Omar Torrijos din Panamá – presupuse victime ale „asasinilor economici"

Principalul reproş pe care Stiglitz îl face FMI-ului e acela că a reacţionat în mod greşit faţă de criza financiară asiatică din 1997, împrumutând un total de 95 de miliarde de dolari unor ţări aflate în dificultate, dar ataşând acestor credite şi nişte condiţii în genul

Consensului de la Washington (rate mai ridicate ale dobânzilor şi deficite guvernamentale mai mici) care nu au făcut decât să înrăutăţească criza. Este un punct de vedere care a fost preluat în parte şi de alţii, printre care şi de economistul şi publicistul Paul Krugman[65]. Gravitatea crizei din 1997-1998 nu poate fi pusă la îndoială. În 1998, în ţări precum Indonezia, Malaysia, Coreea de Sud şi Thailanda a existat o recesiune severă. Dar nici Stiglitz şi nici Krugman nu oferă o soluţie convingătoare despre cum ar fi trebuit gestionată mai bine criza din Asia de Est în concepţia keynesiană, prin liberalizarea cursului monedei şi creşterea deficitelor guvernamentale. Într-o scrisoare deschisă către Stiglitz, Kenneth Rogoff, care după criza din Asia a ajuns economist-şef la FMI, îi reproşa în cuvinte dure:

> În mod normal, guvernele vin la FMI pentru asistenţă financiară când ajung să aibă dificultăţi în a găsi cumpărători pentru datoriile lor, în vreme ce moneda naţională e în cădere. Reţeta lui Stiglitz recomandă creşterea... deficitului fiscal, adică să alimenteze şi mai mult datoria şi să tipărească şi mai mulţi bani. Se pare că aveţi impresia că, dacă un guvern în dificultate emite şi mai multă monedă, brusc cetăţenii ţării respective vor socoti că e mai valoroasă decât înainte. Se pare că aveţi impresia că, atunci când investitorii nu mai doresc să sprijine datoria unui guvern, cel mai simplu e să sporeşti masa monetară, ceea ce o va face să fie percepută ca o mană cerească. Noi, cei de la... nu, hai să spunem că noi, cei de pe planeta Pământ, avem suficientă experienţă să sugerăm o abordare diferită. Noi, pământenii, am descoperit că, atunci când o ţară într-o situaţie fiscală dificilă încearcă să se salveze tipărind bancnote, inflaţia creşte, adesea incontrolabil... S-ar putea ca legile economice să fie cu totul altele în Quadrantul Gamma* unde vă aflaţi, dar aici, la noi, ştim că atunci când un guvern aproape de faliment nu reuşeşte în timp să stăpânească în mod credibil evoluţia deficitelor sale fiscale, în general lucrurile evoluează din ce în ce mai rău, şi nu din ce în ce mai bine[66].

Nu e prea clar dacă impunerea temporară a controlului asupra circulaţiei capitalului de către guvernul din Malaysia în 1997 a adus vreo îmbunătăţire semnificativă în performanţa economică din timpul crizei. Krugman cel puţin recunoaşte că, în mare parte, instituţiile financiare din Asia de Est – care au împrumutat dolari pe termen scurt pentru ca apoi să acorde credite pe termen lung în moneda locală (adesea unor apropiaţi politici) – poartă răspunderea crizei. Însă discuţiile sale despre o întoarcere a depresiunii economice par acum exagerate. În Asia de Est nu a existat niciodată o depresiune economică (poate cu excepţia Japoniei, care nici pe departe nu poate fi prezentată ca o victimă a abuzurilor FMI). După şocul din 1998, toate economiile ţărilor afectate au revenit rapid pe creştere – o creştere atât de rapidă, încât în 2004 unii comentatori se întrebau dacă „cele două surori" ale înţelegerii de la Bretton Woods mai aveau vreun rol important de jucat ca creditori internaţionali[67].

În realitate, anii 1980 au cunoscut apariţia unui asasin economic cu totul diferit, de natură să intimideze cu mult mai mult decât cei zugrăviţi de Perkins, în special pentru că aceştia nu s-au gândit niciodată să recurgă la violenţă pentru a-şi atinge obiectivele. Pentru această nouă generaţie, a da o lovitură însemna a obţine miliarde de dolari dintr-o singură speculaţie financiară de succes. Pe când Războiul Rece se apropia de sfârşit, aceşti asasini nu aveau nici un interes în a urma agenda unui imperialist american; dimpotrivă, înclinaţiile lor politice declarate erau mai degrabă liberale decât conservatoare. Aceştia nu lucrau pentru instituţii din sectorul public, precum FMI şi Banca Mondială. Dimpotrivă, făceau afaceri care erau întru totul private, având în vedere că acestea nici măcar nu erau listate la bursă. Aceste afaceri au fost numite fonduri de acoperire, pe care le-am întâlnit pentru prima oară ca formă alternativă de gestionare a riscului în capitolul 4.

---

* Quadrantul Gamma din Calea Lactee, sediul unui imperiu din serialul *Războiul stelelor* (n.tr.)

Ca şi ascensiunea Chinei, ascensiunea şi mai rapidă a fondurilor de acoperire a constituit una dintre cele mai importante schimbări pe care le-a cunoscut economia mondială după al Doilea Război Mondial. Fiind zone fără restricţii precise* şi cu un capital foarte mobil, fondurile de acoperire exemplifică revenirea pe piaţă a capitalurilor flotante după marele îngheţ al mişcării de capital ce a dominat perioada dintre sfârşitul înţelegerii de la Bretton Woods şi declanşarea depresiunii economice. Iar cel recunoscut drept *capo dei capi* al noului tip de asasini economici a fost George Soros. Nu întâmplător atunci când Mahathir bin Mohamad, prim-ministrul Malaysiei, a vrut să dea vina şi pe altcineva decât pe sine însuşi pentru criza monedei naţionale - ringgit - din august 1997, n-a ales FMI-ul, ci pe Soros, pe care l-a numit „un idiot".



George Soros: *capo dei capi* al fondurilor de acoperire şi maestru al reflexivităţii

Evreu ungur prin naştere, dar educat la Londra, George Soros a emigrat în Statele Unite în 1956. Aici şi-a creat o reputaţie de analist şi apoi de şef al cercetării la venerabila bancă Arnhold & S. Bleichroeder (descendentă directă a băncii particulare din Berlin care pe vremuri se ocupa de banii lui Bismarck)[68]. Aşa cum era de aşteptat de la un intelectual

* De când termenul a fost folosit pentru prima dată in 1966 pentru a descrie fondul de acoperire cu poziţii lungi şi scurte pe acţiuni creat de Alfred Winslow Jones in 1949 (care a introdus pe piaţa americană poziţiile lungi şi scurte), cele mai multe fonduri de acoperire au fost de fapt parteneriate cu răspundere limitată. În această situaţie, ele au fost exceptate de la prevederile Legii Garanţiilor din 1933 şi ale Legii Companiei de Investiţii din 1940, care restricţionau operaţiunile unor fonduri mutuale şi ale unor bănci de investiţii cu privire la achiziţii şi vânzări prin împrumuturi.

din Europa Centrală – care şi-a botezat fondul cu numele Quantum Fund, în onoarea principiului incertitudinii al fizicianului Werner Heisenberg –, Soros se socotea mai degrabă un filosof decât un asasin. Cartea sa *Alchimia finanțelor* (1987) începe cu o critică îndrăzneaţă la adresa ipotezelor fundamentale ale ştiinţei economiei ca subiect, atitudine care reflecta influenţele filosofului Karl Popper asupra evoluţiei sale intelectuale timpurii[69]. Conform teoriei foarte îndrăgite de Soros a „reflexivităţii", pieţele financiare nu pot fi privite ca fiind perfect eficiente, pentru că preţurile sunt reflectări ale ignoranţei şi prejudecăţilor, adesea lipsite de raţiune, a milioane de investitori. „Participanţii la această piaţă nu numai că se lasă duşi de prejudecăţi", susţine Soros, „dar prejudecăţile lor influenţează şi cursul evenimentelor. Aceasta poate creea impresia că pieţele anticipează corect viitoarele evoluţii, dar, de fapt, nu aşteptările prezente corespund viitoarelor evoluţii, ci viitoarele evoluţii sunt determinate de aşteptările prezente"[70]. Este vorba despre efectul de feedback – prejudecăţile investitorilor afectează rezultatele pieţei, care, la rândul lor, afectează prejudecăţile investitorilor, care, din nou, afectează rezultatele pieţei –, ceea ce Soros numeşte reflexivitate. După cum explică asta în cea mai recentă carte a sa :

> ...piaţa nu ajunge niciodată la echilibrul postulat de teoria economică. Există o legătură reflexivă reciprocă între percepţie şi realitate care poate iniţial să determine autoconsolidarea, dar, în cele din urmă, determină procesele de autodistrugere de boom/falimente şi bule. Orice bulă e formată dintr-un trend şi o concepţie greşită care interacţionează într-un mod reflexiv[71].

Un fond de acoperire, conceput iniţial pentru a para riscul de piaţă cu acţiuni cu poziţie scurtă*, care aduce profit dacă preţul acţiunii coboară, i-a oferit lui Soros instrumentul perfect pentru a exploata viziunea sa asupra pieţei reflexive. Trebuie să subliniem faptul că Soros ştia cum să facă bani şi din acţiuni cu poziţie lungă, adică prin cumpărarea de active în speranţa unei creşteri viitoare a preţurilor. În 1969 Soros era implicat în acţiuni cu poziţie lungă în imobiliare. Trei ani mai târziu a pariat că activele bancare vor creşte. În 1971 era pe active japoneze. În 1972 era băgat în acţiuni cu poziţie lungă în petrol. Un an mai târziu, când aceste pariuri au început să dea roade, a ghicit din plângerile Israelului cu privire la calitatea slabă a armamentelor furnizate de Statele Unite în timpul războiului de Yom Kippur că va fi nevoie de nişte investiţii în industriile de apărare americane. Aşa că a investit în acţiuni cu poziţie lungă şi în apărare[72]. Corect, corect, corect, corect şi din nou corect. Dar cele mai mari lovituri Soros le-a dat atunci când a avut dreptate cu privire la activele care vor pierde, nu la cele care vor câştiga : de exemplu, cele ale companiei de telegrafie Western Union, în 1985, când tehnologia faxului a ameninţat să distrugă afacerea companiei, sau când a înţeles că dolarul american se va devaloriza, cum s-a şi întâmplat, după Acordul Celor Cinci de la Hotelul Plaza din 22 septembrie 1985[73]. Acela a fost *anuus mirabilis* pentru Soros, care şi-a văzut fondul crescând cu 122%. Dar cea mai mare lovitură cu active cu poziţie scurtă s-a dovedit a fi unul dintre cele mai spectaculoase pariuri din istoria financiară a Marii Britanii.

Trebuie să recunosc că am un interes legitim faţă de evenimentele petrecute miercuri, 16 septembrie 1992. În acele zile eram şi proaspăt asistent la Cambridge, dar lucram în plus şi ca gazetar specializat la un ziar, şi am fost convins că nişte speculatori precum Soros pot înfrânge Banca Angliei dacă se ajunge la o confruntare. Era o simplă problemă de aritmetică : pe de o parte, pe piaţa de schimb valutar se tranzacţionau zilnic un bilion

---

* Tehnic vorbind, conform Comisiei Valorilor Mobiliare şi a Burselor din SUA, o vânzare scurtă este „orice vânzare de valori mobiliare de care vânzătorul nu dispune sau orice vânzare care este perfectată prin oferirea unor valori mobiliare împrumutate de sau în numele vânzătorului".



12. Cutremurul din Tokyo-Yokohama din 1923, unul dintre numeroasele dezastre care au afectat industria asigurărilor din Japonia la mijlocul secolului XX



13. (sus) „Regele prejudiciilor” de odinioară şi pacostea asiguratorilor, Richard „Dickie” Scruggs, în ruinele casei sale de pe plajă de la Pascagoula, după uraganul Katrina

14. (stânga) Ken Griffin, fondatorul şi directorul executiv al fondului de investiţii Citadel, cu sediul la Chicago : mare maestru al gestionării moderne a riscului



15. Dipticul Grenville, înfăţişând cele 719 împărţiri heraldice ale familiei pe vremea celui de-al 2-lea duce de Buckingham. Nici un statut moştenit nu i-a putut proteja averea de urmările îndatorării excesive

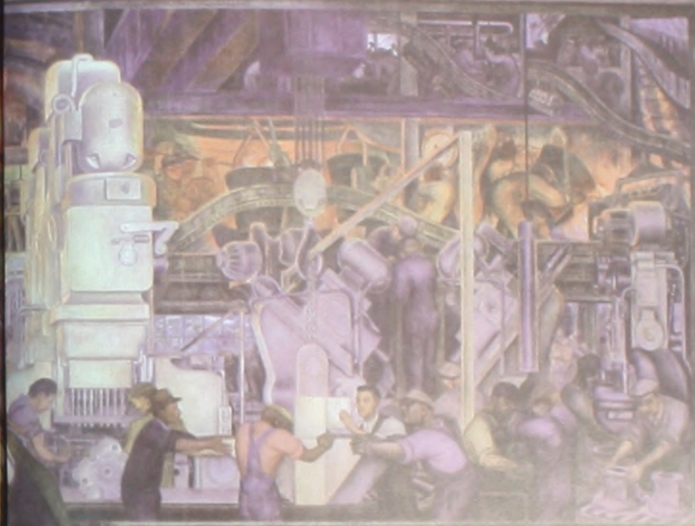


16. (sus) Viziune marxistă asupra oraşului Detroit (Motor City): fresca lui Diego Rivera de la Garden Court, peretele nordic

17. (dreapta) Fresca lui Diego Rivera de la Garden Court, peretele sudic (detaliu)

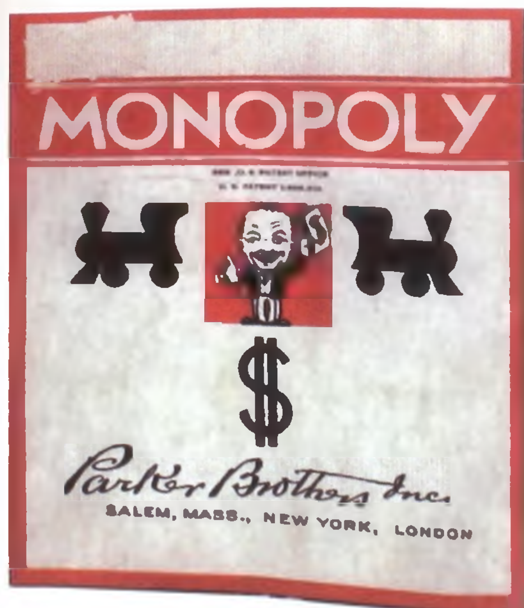








18. Detaliu din versiunea originală a jocului *Monopoly* (a lui Charles Darrow), cu străzile din Atlantic City





19. Două fațete ale proprietăților imobiliare originalul Mr. Monopoly și Go To Jail



20. Chongqing inainte...



21. ...şi Chongqing după ascensiunea economică a Chinei

de dolari, iar pe de altă parte Banca Angliei avea rezerve insuficiente de valută forte. Soros şi-a făcut un calcul că datorită creşterii costurilor reunificării Germaniei va creşte rata dobânzilor, deci şi marca germană. Asta va face imposibilă politica guvernului conservator de a urma fluctuaţiile valutei germane – politică oficializată atunci când Marea Britanie s-a alăturat Mecanismului European al Ratei de Schimb (ERM) în 1990. Când rata dobânzilor a crescut, economia britanică s-a trezit în găleată. Mai repede sau mai târziu, guvernul avea să fie forţat să se retragă din ERM şi să devalorizeze lira sterlină. Soros a fost atât de sigur că lira sterlină se va devaloriza, încât a riscat 10 miliarde de dolari, mai mult decât tot capitalul fondului său, într-o serie de tranzacţii prin care a împrumutat efectiv lire sterline în Marea Britanie şi a investit în valuta germană la paritatea de dinainte de 16 septembrie, la preţul de 2,95 de mărci germane[74]. Şi eu eram la fel de sigur că lira se va devaloriza, deşi nu puteam pune la bătaie decât propria mea credibilitate. Aşa cum s-a şi întâmplat, directorul de la Secţia Financiară a ziarului la care scriam n-a fost de aceeaşi părere. În seara aceea, după ce luasem o papară în şedinţa de redacţie de dimineaţă a redactorilor cu directorul publicaţiei, m-am dus la Opera Naţională Engleză să ascult *Forţa destinului* de Verdi. S-a dovedit a fi o alegere cât se poate de nimerită. În pauză, cineva a anunţat că Marea Britanie s-a retras din ERM. Şi cât de tare am salutat cu toţii vestea – şi nimeni nu a fost mai vocal decât mine (poate cu excepţia lui George Soros). Când lira sterlină s-a prăbuşit – în cele din urmă cu 20% –, Soros a câştigat mai bine de un miliard de dolari, ceea ce i-a permis să restituie lirele sterline împrumutate, dar la noua rată mai scăzută, şi să pună în buzunar diferenţa. Iar afacerea aceea a însemnat doar 40% din profiturile din acel an[75].



Forţa destinului: Norman Lamont, ministru de Finanţe, anunţând ieşirea lirei sterline din Mecanismul European al Ratei de Schimb (ERM), la 16 septembrie 1992

Succesul a fost zdrobitor pentru Quantum Fund. Dacă investeai la Soros 100.000 de dolari când acesta şi-a înfiinţat noul fond (Double Eagle, numele de dinainte al Fondului

Quantum) în 1969 şi reinvesteai mai departe toate dividendele, ai fi avut, în 1994, 130 de milioane de dolari, la o rată de creştere anuală de 35%[76]. Între vechiul asasin economic şi cel nou era o diferenţă esenţială sub două aspecte : întâi, prin atitudinea rece, calculată, lipsită de orice fel de loialitate faţă de o ţară anume – şi dolarul, şi lira sterlină erau valute ce puteau fi tranzacţionate printr-o poziţie scurtă fără teamă de urmări ; în al doilea rând, prin valoarea imensă a banilor pe care noii oameni îi puneau în joc. La un moment dat, Soros l-a întrebat pe partenerul său Stanley Druckenmiller : „Cât de mare e poziţia pe care o deţii ?". La care Druckenmiller i-a răspuns : „Un miliard de dolari". Iar replica lui Soros a sunat sarcastic : „Şi tu zici că asta e poziţie ?"[77]. Dacă o tranzacţie promitea la fel de mult precum cea întreprinsă de el contra lirei sterline în 1992, atunci Soros considera că trebuia valorificată la maximum. Fondul său de acoperire a făcut muncă de pionierat în tehnica prin care împrumuta de la bănci de investiţii pentru a folosi creditele pentru poziţii lungi sau scurte în exces faţă de capitalul fondului său.

Însă puterea fondurilor de acoperire este şi ea limitată. La un anumit nivel, Soros şi cei asemenea lui au dovedit că pieţele sunt mai puternice decât orice guvern sau bancă centrală. Dar asta nu era ca şi cum ai spune că fondurile de acoperire pot întotdeauna domina pieţele. Soros îşi datorează succesul unui curaj instinctiv cu privire la „turma electronică". Totuşi, chiar şi instinctele sale (care adesea îşi fac simţită prezenţa printr-un spasm al durerilor de şale) îl pot înşela uneori. Reflexivitatea, după cum recunoaşte chiar el, e un caz special – nu domină pieţele în fiecare săptămână din an. Dar dacă instinctele ar putea fi cumva înlocuite de matematică ? Ce-ar fi să poţi scrie o formulă algebrică infailibilă care să-ţi aducă un profit cu un procent de două cifre ? În cealaltă parte a lumii – şi cu adevărat de cealaltă parte a galaxiei financiare – se pare că această formulă tocmai a fost descoperită.

Gestionarea defectuoasă a capitalului pe termen scurt

Să ne închipuim o altă planetă, o planetă fără conflictele complicate cauzate de fiinţele umane, subiective şi uneori iraţionale. O planetă unde locuitorii ei să fie perfect raţionali şi să le ştie pe toate, unde aceştia îşi însuşesc instantaneu toate informaţiile şi le folosesc pentru a maximiza profiturile, unde fac în permanenţă comerţ, unde pieţele funcţionează permanent, fără conflicte şi permanent cu lichidităţi. Pieţele financiare de pe această planetă vor avea „o mişcare aleatorie", ceea ce înseamnă că preţurile din fiecare zi nu vor avea nici o legătură cu cele din ziua precedentă, dar vor reflecta toate informaţiile importante disponibile. Profiturile de la bursa de pe planetă vor avea o distribuţie normală de-a lungul curbei de tip „clopot" (vezi capitolul 3), cei mai mulţi ani concentrându-se în jurul mediei, iar două treimi în limitele unei deviaţii standard de un punct faţă de medie. Într-o astfel de lume, „o deviaţie standard de şase puncte" la vânzare ar fi la fel de normală ca o persoană mai scundă cu jumătate de metru în lumea noastră. Ar avea loc o dată la patru milioane de ani de tranzacţii[78]. Această planetă a fost imaginată de unii dintre cei mai străluciţi economişti în finanţe din vremurile noastre. Şi poate că nu ar fi deloc surprinzător dacă ar arăta precum Greenwich, Connecticut, unul dintre cele mai netulburate locuri de pe Pământ.

În 1993, două genii ale matematicii au venit la Greenwich cu o idee măreaţă. Lucrând îndeaproape cu Fisher Black de la Goldman Sachs, Myron Scholes, de la Stanford, a elaborat o nouă teorie revoluţionară cu privire la evaluarea preţului opţiunilor. Împreună cu un al treilea economist de la Harvard Business School, Robert Merton, Scholes spera să transforme aşa-numitul model Black-Scholes într-o maşină de făcut bani. Punctul de

plecare al lucrării lor ca specialişti a fost instrumentul financiar al contractului de opţiuni. conceput de multă vreme, care (aşa cum am văzut în capitolul 4) funcţionează cam aşa: dacă o anumită marfă valorează, să spunem, 100 de dolari astăzi, dar eu cred că va valora mai mult în viitor, să spunem 200 de dolari peste un an, ar fi convenabil să am o opţiune de cumpărare la acea dată viitoare de, să spunem, 150 de dolari. Dacă am dreptate, atunci voi obţine profit; dacă n-am dreptate, ei bine, e doar o opţiune, putem uita de ea. Singurul cost a fost preţul opţiunii, pe care îl încasează vânzătorul. Dar marea întrebare e care va trebui să fie preţul acela.

„Quanţii" – specialişti de elită cu doctorate în matematică – se referă uneori la modelul Black-Scholes de evaluare a preţului unei opţiuni ca la o cutie neagră. Merită să aruncăm o privire în această cutie. Problema, repet, este cum să evaluăm preţul unei opţiuni pentru a cumpăra o anumită marfă la o anumită dată în viitor, ţinând cont de lipsa de predictibilitate a mişcării preţului mărfii în perioada intermediară. Dacă reuşeşti să evaluezi corect acel preţ, fără să te bazezi doar pe presupuneri, atunci cu adevărat meriţi titlul de „inginer aerospaţial". Black şi Scholes s-au gândit că valoarea opţiunii depinde de cinci variabile: preţul curent de piaţă al mărfii (*S*), preţul convenit din viitor la care opţiunea poate fi exercitată (*X*), data de expirare a opţiunii (*T*), rata de profit fără riscuri în economie în general (*r*) şi – variabila esenţială – volatilitatea predictibilă anuală a mărfii, adică fluctuaţiile posibile ale preţului ei între data cumpărării şi data expirării opţiunii (σ). Printr-o minunată magie matematică, Black şi Scholes au sintetizat preţul opţiunii (*C*) în această formulă:

$$C = SN(d_1) - Xe^{-rT}N(d_2)$$

unde

$$d_1 = \frac{\log\left(\frac{S}{X}\right)+\left(r+\frac{\sigma^2}{2}\right)T}{\sigma\sqrt{T}} \text{ şi } d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{T}$$

Puţin cam derutant? Nu înţelegi algebra asta? Ca să fiu sincer, n-o înţeleg nici eu. Dar pentru quanţi era perfectă. Pentru a face bani pe baza acestei revelaţii, aveau nevoie ca pieţele să fie pline de oameni care să nu aibă habar cum să evalueze preţurile opţiunilor, bazându-se doar pe instinctul lor (adesea corect). Mai aveau nevoie de o imensă capacitate de calcul al datelor, o forţă care transforma pieţele financiare încă de la începutul anilor 1980. Acum mai aveau nevoie doar de un partener priceput într-ale pieţei şi, din momentul acela, puteau să sară din clubul facultăţii direct pe podeaua bursei. Lovit de cancer, Fisher Black nu mai putea fi acel partener. Aşa că Merton şi Scholes s-au orientat spre John Meriwether, fost şef al departamentului de arbitraj al obligaţiunilor de la Salomon Brothers, care şi-a făcut prima avere la sfârşitul anilor 1980, cu ocazia falimentului asociaţiilor Savings and Loan. Firma pe care au creat-o în 1994 au numit-o Long-Term Capital Management (LTCM).

Părea echipa de vis: doi quanţi universitari dintre cei mai aprinşi, asociaţi cu un fost superstar de la Salomon, plus un fost vicepreşedinte de la Rezervele Federale, David Mullins, un alt fost profesor de la Harvard, Eric Rosenfeld, şi o pleiadă de foşti tranzacţionişti de la Salomon (Victor Haghani, Larry Hilibrand şi Hans Hufschmid). Investitorii care au fost atraşi să contribuie la fondul LTCM erau mai ales bănci importante, printre care banca de investiţii din New York Merrill Lynch şi banca elveţiană privată Julius Baer. Ultimul venit la această petrecere a fost tot o bancă elveţiană, UBS[79]. Investiţia minimă

era de 10 milioane de dolari. În compensație, partenerii primeau 2% din activele administrate și 25% din profit (cele mai multe fonduri de acoperire de acum distribuie procentele altfel: 2% compensații, 20% profit)[80]. Investitorii aveau să fie blocați în afacere vreme de trei ani – abia după aceea puteau ieși. Iar o altă firmă din Wall Street, Bear Stearns, era gata să execute orice tranzacții voia să facă LTCM.

În primii doi ani, fondul administrat de LTCM a făcut megadolari, anunțând profituri (chiar și după taxe consistente) de 43% și 41%. Dacă investeai 10 milioane de dolari la LTCM în martie 1994, suma s-ar fi ridicat la 40 de milioane de dolari patru ani mai târziu. În septembrie 1997, capitalul net al fondului era de 6,7 miliarde de dolari. Miza partenerilor crescuse de mai bine de zece ori. E adevărat că pentru a genera niște profituri atât de uriașe la un fond de active administrate, LTCM a trebuit să se împrumute, la fel ca Soros. Acest sprijin suplimentar le-a permis să tranzacționeze în plus față de capitalul fondului. La sfârșitul lui august 1997, capitalul fondului ajunsese la 6,7 miliarde de dolari, dar în balanța lor activele finanțate din împrumuturi se ridicau la 126,4 miliarde de dolari, un raport între active și capital de 19 la 1[81]. În aprilie 1998 balanța a ajuns la 134 de miliarde de dolari. Când vorbim despre un angrenaj complex, cei mai mulți universitari cred că e vorba de o bicicletă. Dar când Merton și Scholes s-au gândit la angrenaj, au înțeles prin asta ca LTCM să împrumute majoritatea banilor pe care-i tranzacționează. Și să nu credem că acest munte de datorii i-a speriat. Modelele lor matematice spuneau că riscul e aproape inexistent. Și, în primul rând, urmăreau simultan poziții multiple, necorelate, de tranzacționare: circa o sută de astfel de strategii cu un total de 7.600 de poziții diferite[82]. Într-un caz s-ar putea să greșească, poate în două. Dar toate aceste mize diferite nu pot ieși prost în același timp. Aceasta era frumusețea unui portofoliu diversificat – o altă viziune-cheie asupra teoriei financiare moderne, care fusese oficializată de Harry M. Markowitz (un economist pregătit la Chicago de la Rand Corporation) la începutul anilor 1950 și apoi dezvoltată de William Sharpe în Modelul de Evaluare a Activelor Financiare (CAPM)[83].

LTCM a făcut bani exploatând diferențele de preț de pe multiple piețe: pe piața de credite ipotecare rezidențiale cu rată fixă; pe piețele de obligațiuni guvernamentale din Statele Unite, Japonia și Europa; pe piața mai complexă a tranzacțiilor swap pe rata dobânzii* – de fapt, oriunde în lume modelele lor au detectat o anomalie a prețurilor, adică două active sau opțiuni fundamental identice care au prețuri fracționale diferite. Însă cea mai mare miză a firmei, și care se baza în mare parte pe formula Black-Scholes, era vânzarea de opțiuni la termen pe o perioadă lungă de timp de pe bursele americane și europene; cu alte cuvinte, oferindu-le altora opțiuni pe care le-ar fi exercitat chiar ei dacă ar fi existat mișcări importante de prețuri la bursă în viitor. Prețurile pe care aceste opțiuni le aduceau în 1998 însemnau, conform formulei Black-Scholes, o volatilitate anormal de ridicată în viitor, de circa 22% pe an. Încredințată că această volatilitate se va mișca normal spre media recentă de 10-13%, LTCM a adunat aceste opțiuni și le-a vândut ieftin. Fericiții cumpărători s-au dovedit a fi băncile care au dorit să se protejeze împotriva unor volatilități mai ridicate – de exemplu, ca în cazul unei alte scăderi a prețurilor cum a fost în 1987. Firma LTCM a vândut atât de multe astfel de opțiuni, încât unii au ajuns să o numească Banca Centrală de Volatilități[84]. În perioada de vârf, fiecare

* Swap este un fel de instrument financiar derivat: un aranjament contractual prin care una dintre părți este de acord să plătească celeilalte o rată fixă a dobânzii, în schimbul unei dobânzi variabile (de obicei, rata interbancară de la Londra, sau Libor), aplicată la o sumă teoretică.

modificare de punct procentual privind volatilitatea pieţei de capital din Statele Unite însemna pentru firmă 40 de milioane de dolari[85].

Pare riscant? Quanţii de la LTCM erau de altă părere. Printre principiile de vânzare ale firmei LTCM era şi argumentul că aceasta era un fond neutru – cu alte cuvinte, firma nu avea cum să fie afectată de o mişcare semnificativă a oricăreia dintre pieţele majore, de obligaţiuni sau de valută. Aşa-numita acoperire activă le permitea să vândă opţiuni pe un anumit indice bursier, evitând în acelaşi timp expunerea la indicele respectiv. Ba mai mult, fondul nu avea practic expunere faţă de pieţele emergente. Era ca şi cum firma LTCM era cu totul pe altă planetă, departe de frământările financiare lumeşti de pe acest Pământul. Şi partenerii au început într-adevăr să se îngrijoreze că nu-şi asumau suficiente riscuri. Ţinta lor era un nivel de risc corespunzător unei variaţii anuale (deviaţie standard) de 20% a activelor lor. În practică, ei operau mai degrabă la jumătate (ceea ce însemna că activele lor aveau fluctuaţii în sus şi în jos de cel mult 10%)[86].

Ar fi fost nevoie de un eveniment de zece sigma (cu alte cuvinte, de o deviaţie standard de zece) pentru ca firma să-şi piardă întregul capital într-un singur an. Dar probabilitatea unui asemenea eveniment era de 1 la 10^{24} – practic zero[87]. Potrivit modelelor „valoare la risc" ale quantului, firma era indestructibilă.

În octombrie 1997, parcă pentru a dovedi că LTCM era într-adevăr cel mai de seamă Trust al Creierelor, lui Merton şi Scholes li s-a acordat Premiul Nobel pentru economie. Atât de încrezători erau ei şi partenerii lor în propriile puteri, încât pe 31 decembrie 1997 au restituit 2,7 miliarde de dolari unor investitori din afara firmei (gest care însemna că aveau să se concentreze mai ales pe investirea propriilor fonduri)[88]. Se părea că mintea triumfase asupra intuiţiei, ingineria aerospaţială asupra asumării riscurilor. Şi, înarmaţi cu magica lor cutie neagră, partenerii de la LTCM păreau tentaţi să se apuce să facă averi care să depăşească chiar şi cele mai nebuneşti visuri ale lui Soros. Şi atunci, după numai cinci luni, s-a întâmplat ceva ce ameninţa să facă să zboare capacul cutiei negre a laureaţilor Premiului Nobel. Aparent fără nici un motiv, pieţele de capital au căzut, aşa încât volatilitatea a urcat în loc să scadă. Şi cu cât volatilitatea creştea – în iunie a ajuns la 27, adică mai bine de două ori faţă de estimările celor de la LTCM –, cu atât se pierdeau mai mulţi bani. Luna mai a anului 1998 a fost cea mai rea lună pentru LTCM : fondul a scăzut cu 6,7%. Dar asta nu era decât începutul. În iunie a scăzut cu 10,1%. Şi cu cât valoarea activelor fondului scădea, cu atât creştea şi efectul de levier – raportul dintre debite şi capital. În iunie, acest raport a ajuns de 31 la 1[89].

De-a lungul evoluţiei, marile extincţii sunt în general cauzate de şocuri externe, cum ar fi prăbuşirea unui asteroid pe Pământ. În iulie 1998, un mare meteorit a lovit Greenwich, când s-a văzut că banca Salomon Smith Barney (cum a fost redenumită banca Salomon Brothers după preluarea ei de către Travelers) îşi închidea grupul de arbitraj al obligaţiunilor din Statele Unite, exact locul unde Meriwether îşi câştigase reputaţia de pe Wall Street, departament care fusese într-adevăr o replică a strategiei de tranzacţionare de la LTCM. Era limpede că noii proprietari ai firmei nu erau încântaţi de pierderile pe care le observaseră din mai. Apoi, pe 17 august 1998 a urmat un imens asteroid – nu unul venit din spaţiul cosmic, ci de pe una dintre cele mai ciudate pieţe emergente, slăbită de tulburări politice, de scăderea profiturilor din petrol şi privatizări ratate : colapsul bolnavului sistem financiar rusesc. Un guvern disperat al Rusiei a fost nevoit să intre în incapacitate de plată (chiar şi obligaţiunile interne denominate în ruble), alimentând vâlvătăile stârnite de volatilitate pe toate pieţele financiare din lume[90]. Venind în urma crizei din Asia din anul anterior, incapacitatea de plată a Rusiei a avut un efect contagios asupra altor pieţe

emergente şi chiar asupra unor pieţe din ţări dezvoltate. Marjele de credit au sărit în aer*. Bursele au luat-o la vale. Volatilitatea capitalului a ajuns la 29%. În momentul de vârf a atins 45%, ceea ce însemna că indicii aveau să crească cu 3% pe zi în următorii cinci ani[91]. Ei bine, asta nu trebuia să se întâmple, cel puţin nu din punctul de vedere al modelelor de risc de la LTCM. Quanţii spuseseră că era puţin probabil ca LTCM să piardă mai mult de 45 de milioane de dolari într-o singură zi[92]. Vineri, 21 august 1998, a pierdut 550 de milioane de dolari – 15% din întregul capital al firmei, împingând indicatorul efectului de levier la 42 : 1[93]. Cei care tranzacţionau în Greenwich se zgâiau ţintă, cu ochi sticloşi şi fălcile căzute, la monitoare. Aşa ceva nu se putea întâmpla! Dar se întâmpla. Brusc, toate diferitele pieţe pe care LTCM avea expunere s-au mişcat sincron, anulând protecţia oferită de diversificare. Dacă e să vorbim în termenii quanţilor, corelaţiile s-au deplasat într-una singură. La sfârşitul acelei luni, LTCM căzuse cu 44%, o pierdere totală de mai bine de 1,8 miliarde de dolari[94].

August e o lună cu tranzacţii puţine pe pieţele financiare. Cei mai mulţi sunt în vacanţă. John Meriwether se afla de cealaltă parte a globului, la Beijing. S-a repezit acasă şi, împreună cu partenerii săi, a început să caute cu disperare un cavaler alb care să-i salveze. Au încercat la Warren Buffett în Omaha, Nebraska, în ciuda faptului că, doar cu câteva luni înainte, LTCM, într-o acţiune agresivă, vânduse în lipsă acţiuni ale companiei lui Buffett, Berkshire Hathaway. Acesta a refuzat. Pe 24 august, fără tragere de inimă, au solicitat o audienţă la nimeni altul decât George Soros[95]. Era extrema umilinţă: quanţii de pe Planeta Finanţe implorau salvare de la pământeanul profet al reflexivităţii iraţionale, necuantificabile. Soros îşi aminteşte că i-a „oferit lui Meriwether 500 de milioane de dolari cu condiţia să găsească alte 500 de milioane de la altcineva. Părea puţin probabil...". JP Morgan le-a oferit 200 de milioane de dolari. Şi Goldman Sachs s-a oferit să ajute. Dar ceilalţi s-au abţinut. Adulmecau mirosul sângelui de pe mesele lor de tranzacţii. Dacă LTCM dădea faliment, voiau pur şi simplu să pună mâna pe garanţiile lor colaterale, nu să cumpere poziţiile firmei. Şi nu le păsa câtuşi de puţin că volatilitatea urcase de zburase prin acoperiş. În cele din urmă, de teamă că falimentul LTCM ar putea declanşa o reacţie în lanţ generalizată pe Wall Street, Banca Rezervelor Federale din New York a intermediat în grabă împrumuturi de salvare a companiei de 3,625 de miliarde de dolari de la paisprezece bănci de pe Wall Street[96]. Dar investitorii iniţiali ai companiei – printre care şi unele dintre băncile implicate acum, dar şi jucători mai mărunţi, cum ar fi Universitatea din Pittsburgh – se treziseră între timp că investiţiile lor scăzuseră de la 4,9 miliarde de dolari la doar 400 de milioane. Cei şaisprezece parteneri au rămas cu 30 de milioane de dolari pe care să şi le împartă, doar o părticică din profitul imens pe care-l anticipaseră.

Dar ce se întâmplase? De ce Soros a avut dreptate, iar minţile luminate de la LTCM s-au înşelat? În parte, problema a fost că fondatorii extratereştri de la LTCM coborâseră din nou pe Pământ, cu o bufnitură. Vă amintiţi premisa de la care a pornit formula Black-Scholes? Pieţele reacţionează rapid, adică mişcarea preţurilor acţiunilor nu este predictibilă; preţurile sunt complet şi fără nici o îngrădire fluide în permanenţă, iar profitul acţiunilor urmează distribuţia normală a curbei în formă de „clopot". Fără îndoială, cu cât mai mulţi traderi învaţă să folosească formula Black-Scholes, cu atât pieţele financiare reacţionează mai rapid[97]. Dar, aşa cum constata cândva John Maynard Keynes, într-o situaţie de criză, „pieţele se pot mişca iraţional o perioadă mai lungă decât

* De exemplu, acoperirea de către Trezoreria Statelor Unite a obligaţiunilor de piaţă emergentă ale băncii JP Morgan a determinat creşterea indicelui de la 3,3% în octombrie 1997 la 6,6% în iulie 1998 şi la 17,05% în septembrie 1998.

poţi tu rămâne solvent". Pe termen lung ar putea fi adevărat că lumea poate deveni cam ca Planeta Finanţe, cuprinsă în permanenţă de o logică rece. Dar pe termen scurt ne întoarcem la vechiul Pământ, locuit de ființe omenești emotive, în stare să treacă brusc de la lăcomie la spaimă. Când pierderile au început să crească, mulţi participanţi pur şi simplu s-au retras de pe piaţă, lăsând LTCM cu un imens portofoliu de active nelichide care nu puteau fi vândute cu nici un chip. În plus, era vorba de o tot mai integrată planetă Pământ, unde o incapacitate de plată a Rusiei putea face ca volatilitatea să afecteze întreaga lume. Într-un interviu, Myron Scholes recunoştea gânditor: „S-ar putea ca greşeala firmei LTCM să fi fost aceea că... nu a înţeles că, în timp, lumea devine tot mai globalizată". Iar Meriwether a susţinut şi el aceeaşi idee: „Lumea s-a schimbat, iar noi nu ne-am dat seama de lucrul ăsta"[98]. Şi mai ales pentru că multe firme începuseră să copieze strategiile de la LTCM, când lucrurile au luat o întorsătură nefavorabilă, nu numai portofoliul de la LTCM a fost lovit – a fost ca şi cum un întreg superportofoliu a început să sângereze[99]. A urmat o adevărată panică de turmă în încercarea de a ieşi din această situaţie, mari directori de la bărci importante insistând să se închidă cu orice preţ poziţiile vulnerabile. Şi dintr-odată totul s-a dus de râpă. După cum îi mărturisea mai târziu lui Meriwether un director al unui fond de acoperire foarte important din Londra: „John, tu erai corelaţia".

Totuşi, mai există un motiv pentru care LTCM a dat faliment. Modelele valorii la risc (VaR) ale firmei arătau că pierderile suferite de LTCM în august erau atât de puţin probabile, încât nu s-ar fi putut întâmpla în toată existenţa universului. Dar asta pentru că modelele respective au luat în calcul doar datele disponibile pe cinci ani. Dacă modelele ar fi avut în vedere fie şi numai o perioadă de unsprezece ani, ar fi surprins şi prăbuşirea bursei din 1987. Dacă ar fi luat în calcul ultimii optzeci de ani, ar fi surprins ultima mare intrare a Rusiei în incapacitate de plată de după Revoluţia din 1917. Meriwether însuşi, născut în 1947, observa cu mâhnire: „Dacă aş fi trăit pe vremea Marii Depresiuni, aş fi fost într-o situaţie mai favorabilă pentru înţelegerea evenimentelor"[100]. Ca să spunem lucrurilor pe nume, laureaţii Premiului Nobel ştiau multă matematică, dar prea puţină istorie. Ei înţeleseseră frumoasa teorie a Planetei Finanţe, dar ignoraseră trecutul încâlcit al Planetei Pământ. Şi, ca să sintetizăm, din pricina asta Long-Term Capital Management (Gestionarea Capitalului pe Termen Lung) a ajuns să fie de fapt Short-Term Capital Mismanagement (Gestionarea Defectuoasă a Capitalului pe Termen Scurt.

S-ar putea presupune că, după falimentul catastrofal al LTCM, fondurile de acoperire cantitative aveau să dispară de pe scena financiară. La urma urmei, falimentul, deşi la o scară spectaculoasă, nu era chiar o anomalie. Din cele 1.308 de fonduri de acoperire formate între 1989 şi 1996, mai bine de o treime (36,7%) îşi încetaseră existenţa la sfârşitul perioadei. În acea perioadă, durata medie de viaţă a unui fond de acoperire era de numai patruzeci de luni[101]. Şi totuşi, s-a întâmplat exact contrariul. Departe de a cunoaşte un declin, în ultimii zece ani fondurile de acoperire au explodat ca număr şi ca volum de active administrate. În 1990, potrivit Hedge Fund Research, existau doar ceva mai mult de 600 de fonduri de acoperire care administrau active în valoare de 39 de miliarde de dolari. În 2000 existau 3.873 de fonduri cu active în valoare de 490 de miliarde de dolari. Ultimele cifre (referitoare la primul trimestru al anului 2008) indică un total de 7.601 de fonduri cu 1,9 bilioane de dolari în active. Din 1998, a fost o adevărată îmbulzeală pentru a investi în fonduri de acoperire (şi în „fondurile de fonduri" care reuneau performanţele mai multor firme). Dacă altădată erau apanajul unor bănci de investiţii sau particulare cu „venituri nete ridicate", acum fondurile de acoperire atrag un

număr tot mai mare de fonduri de pensii şi fundaţii universitare[102]. Această tendinţă este cu atât mai izbitoare cu cât rata de uzură rămâne ridicată ; doar un sfert din cele 600 de fonduri existente în 1996 mai erau la sfârşitul anului 2004. În 2006, 717 fonduri au încetat să mai existe, iar în primele nouă luni ale anului 2007 alte 409[103]. Nu toată lumea recunoaşte că un mare număr de fonduri de acoperire dispar repede, pentru că nu reuşesc să se ridice la nivelul aşteptărilor investitorilor.

Explicaţia evidentă pentru această explozie a numărului de fonduri de acoperire e aceea că acestea funcţionează relativ bine în clasa de active, cu o volatilitate relativ scăzută şi cu o corelaţie redusă cu alte vehicule investiţionale. Numai că, potrivit Hedge Fund Research, profiturile acestor fonduri au scăzut de la 18% în anii 1990 la doar 7,5% între 2000 şi 2006. În plus, dăinuie un scepticism tot mai pronunţat că profiturile fondului de acoperire reflectă indicele „alfa" (priceperea de administrare a activelor) ca opus al indicelui „beta" (mişcările pieţei generale, care pot fi surprinse printr-o combinaţie adecvată de alţi indici)[104]. O altă explicaţie este aceea că, atât timp cât există, fondurile de acoperire aduc beneficii managerilor lor printr-o tehnică unică de atragere a clientelei. În 2007, George Soros a realizat 2,9 miliarde de dolari, mai mult decât Ken Griffin de la Citadel şi James Simons de la Renaissance, dar mai puţin decât John Paulson, care a câştigat uluitoarea sumă de 3,7 miliarde de dolari din pariul făcut contra creditelor ipotecare cu grad mare de risc. John Kay sublinia că, dacă Warren Buffett le-ar fi impus investitorilor de la Berkshire Hathaway formula cu „2% compensaţii şi 20% profit", şi-ar fi păstrat pentru sine 57 de miliarde din cele 62 de miliarde de dolari pe care compania sa le-a realizat pentru acţionari în ultimii patruzeci şi doi de ani[105]. Soros, Griffin şi Simons sunt, fără îndoială, nişte manageri excepţionali de fonduri (dar, desigur, nu mai buni decât Buffett). Asta explică şi de ce fondurile lor, alături de ale altor manageri de excepţie, au crescut enorm în ultimul deceniu. În prezent, în jur de 390 de fonduri deţin în administrare active de peste un miliard de dolari. Primele o sută deţin 75% din toate activele fondurilor de acoperire ; şi numai primele zece administrează 324 de miliarde de dolari[106]. Dar chiar şi un şarlatan mediocru poate face o grămadă de bani înfiinţând un fond de acoperire, luând 100 de milioane de dolari de la nişte investitori lacomi şi punând în funcţiune cea mai simplă dintre strategii :

1. Investeşte cele 100 de milioane de dolari în bonuri de tezaur cu maturitate de un an cu o dobândă de 4%.
2. Asta-i permite apoi să vândă cu 10 cenţi la un dolar opţiuni garantate în valoare de 100 de milioane de dolari, care, dacă S&P 500 scade cu mai bine de 20% în anul următor, îi vor aduce un venit frumos.
3. Ia cele 10 milioane de dolari din vânzarea opţiunilor şi cumpără alte bonuri de tezaur, care-i permit să vândă alte 10 milioane de opţiuni, care-i aduc un venit net de încă un milion de dolari.
4. Apoi îşi ia o lungă vacanţă.
5. La sfârşitul anului există o probabilitate de 90% ca acţiunile S&P 500 să nu scadă cu 20%, aşa că nu mai datorează nimic deţinătorilor de opţiuni.
6. Îşi adună câştigurile – 11 milioane de dolari din vânzarea opţiunilor plus 4% din cele 110 milioane de dolari din bonurile de tezaur – şi ajunge la un frumos profit de 15,4% fără cheltuieli.
7. Bagă în buzunar 2% din fondul administrat (2 milioane de dolari) şi 20% din profitul de mai sus, adică un 4% din obligaţiunea-martor, care înseamnă peste 4 milioane de dolari brut.

8. Există aproape 60% şanse ca fondul să opereze fără probleme pe această bază vreme de mai bine de cinci ani, în care S&P 500 să nu scadă cu 20%, caz în care omul nostru face 15 milioane de dolari chiar dacă în fond nu mai intră alţi bani, şi fără ca măcar să se îndatoreze[107].

Ar mai putea astăzi avea loc o criză în genul celei declanşate de LTCM, pe o perioadă de zece ani de acum încolo – numai că de data asta la aşa o scară, şi implicând atât de multe fonduri de acoperire fictive, încât amploarea ei ar face imposibil un plan de salvare? Oare băncile occidentale sunt acum chiar mai expuse unor pierderi ale fondurilor de acoperire şi unor riscuri ale partenerilor contractuali decât în 1998?* Iar dacă aşa stau lucrurile, atunci cine le va mai salva de data asta? Răspunsurile la aceste întrebări nu se găsesc pe altă planetă, ci pe cealaltă parte a acesteia.

Chimerica

Pentru mulţi, istoria financiară e o poveste de demult – ce-a fost a fost –, precum istoria Chinei imperiale. Pieţele au memorie scurtă. Mulţi dintre tinerii traderi de azi n-au cunoscut pe pielea lor nici criza asiatică din 1997-1998. Cei care au intrat în lumea finanţelor după anul 2000 au trăit şapte ani ameţitori. Bursele din toată lumea au cunoscut un boom remarcabil. La fel şi piaţa de obligaţiuni, piaţa de bunuri şi pieţele de derivate financiare. De fapt, la fel s-a întâmplat cu toate clasele de active – ca să nu-i mai menţionăm pe cei care beneficiază de pe urma bonusurilor mari, de la vinurile de Bordeaux la iahturile de lux. Însă acei ani de creştere au fost şi ani misterioşi, când pieţele au luat avânt într-un moment al sporirii ratei dobânzilor pe termen scurt, al unor dezechilibre comerciale stridente şi al creşterii riscurilor politice, mai ales în regiunile esenţiale din punct de vedere economic ale ţărilor exportatoare de petrol ale lumii. Iar cheia acestui aparent paradox se află în China[108].

Chongqing, oraş aflat pe malurile sinuoase al măreţului Yangtze, fluviul cu ape maronii şi mâloase, se află situat în inima Regatului de Mijloc, la peste o mie cinci sute de kilometri de zonele industriale de coastă pe care le frecventează cei mai mulţi dintre vizitatorii occidentali. Şi totuşi, cei 32 de milioane de locuitori ai provinciei sunt la fel de implicaţi în miracolul de azi al Chinei ca şi Hong Kongul sau Shanghaiul. Într-o anumită privinţă, industrializarea şi urbanizarea vertiginoase din Chongqing constituie cea mai recentă şi mai uriaşă victorie a economiei planificate chineze. Cele treizeci de poduri, cele zece linii feroviare urbane, nenumăratele blocuri-turn se zăresc prin smog ca nişte monumente ale puterii statului centralizat al unui singur partid. Şi totuşi, dezvoltarea oraşului Chongqing este şi rezultatul iniţiativei private descătuşate. În multe privinţe, Wu Yajun este personificarea nou-descoperitei avuţii a Chinei. Ca unul dintre cei mai de frunte dezvoltatori imobiliari din Chongqing, aceasta e printre cele mai avute femei din China, cu o avere de peste 9 miliarde de dolari, o vie antiteză a scoţienilor care au făcut avere la Hong Kong în urmă cu o sută de ani. Sau Yin Mingsha. Aruncat în închisoare în timpul Revoluţiei Culturale, domnul Yin şi-a descoperit adevărata vocaţie la începutul anilor 1990, după liberalizarea economiei chineze. În doar cincisprezece ani, el a pus pe picioare o afacere

* Bineînţeles că nu întâmplător declaraţii de pierderi la fonduri de acoperire ale băncilor Bear Stearns şi Goldman Sachs au constituit semnalul declanşării crizei creditelor în vara anului 2007.

de 900 de milioane de dolari. Anul trecut, firma sa Lifan a vândut mai bine de 1,5 milioane de motoare de motociclete şi biciclete ; acum exportă în Statele Unite şi Europa. Wu şi Yin sunt doar doi dintre cei mai bine de 345.000 de milionari în dolari care trăiesc acum în China.

China nu numai că şi-a lăsat în urmă trecutul imperial. Dar până acum economia cu cea mai rapidă creştere din lume a reuşit şi să evite genul de crize care au aruncat periodic în aer alte pieţe emergente. După ce a devalorizat yuanul în 1994 şi şi-a menţinut controlul asupra capitalului pe parcursul întregii reforme economice, în perioada 1997-1998 China nu a cunoscut criza valutară. Când chinezii vor să atragă capital străin, insistă ca acesta să ia forma unei investiţii directe. Asta înseamnă că, în loc să împrumute de la băncile occidentale pentru a-şi finanţa dezvoltarea industrială, cum fac multe alte pieţe emergente, ei îi invită pe străini să construiască fabrici în zonele de dezvoltare din China – active mari, greoaie, care nu pot fi retrase uşor în cazul unei crize. Dar esenţial e faptul că majoritatea investiţiilor din China au fost finanţate din economii proprii (şi ale chinezilor din diaspora). Fiind prudenţi după ani de instabilitate şi neobişnuiţi cu toată panoplia de facilităţi de creditare pe care le avem noi în Occident, în China familiile economisesc o mare parte din venitul lor tot mai consistent, în contrast evident cu americanii, care, în ultimii ani, aproape că n-au făcut nici un fel de economii. Corporaţiile chineze economisesc o şi mai mare parte a profiturilor lor în creştere. Iar economiile au ajuns la un nivel atât de ridicat, încât acum, după secole, pentru prima dată direcţia fluxului de capital nu mai este dinspre vest spre est, ci dinspre est spre vest. Şi e un flux imens. În 2007, Statele Unite au fost nevoite să împrumute în jur de 800 de miliarde de dolari din străinătate, mai bine de 4 miliarde de dolari pentru fiecare zi de lucru. China, în schimb, avea un surplus de cont curent de 262 de miliarde de dolari, adică mai bine de un sfert din deficitul Statelor Unite. Şi o importantă parte a acestui surplus a ajuns să fie împrumutat Statelor Unite. De fapt, Republica Populară Chineză a ajuns să fie bancherul Statelor Unite ale Americii.

La prima vedere pare bizar. Astăzi, venitul mediu anual al unui american este de mai bine de 34.000 de dolari. În ciuda unor averi precum cele deţinute de Wu Yajun şi Yin Mingsha, chinezul de rând trăieşte cu mai puţin de 2.000 de dolari pe an. Şi atunci de ce ar fi dispus chinezul de rând să le împrumute bani celor avuţi? Răspunsul constă în faptul că, până de curând, cea mai eficientă metodă a Chinei de a-şi utiliza imensa populaţie a fost exportarea de produse manufacturate spre consumatorul american veşnic risipitor. Pentru a fi sigură că acele exporturi vor fi irezistibil de ieftine, China a trebuit să lupte împotriva tendinţei monedei chineze de a se întări în raport cu dolarul prin cumpărarea efectivă a miliarde de dolari de pe pieţele mondiale – parte a politicii asiatice de raportare a valutelor la dolar pe care unii comentatori au numit-o Bretton Woods II[109]. În 2006, China deţinea o masă de dolari care cu siguranţă depăşea un bilion. (În mod semnificativ, creşterea netă a rezervelor de valută străină din China corespunde aproape exact emisiunilor de bonuri de tezaur şi obligaţiuni ale agenţiilor guvernamentale ale Statelor Unite.) Din punctul de vedere al Americii, cea mai bună politică pentru a menţine vremurile fericite din ultimii ani a fost importul de mărfuri ieftine din China. În plus, prin externalizarea producerii de mărfuri în China, corporaţiile din Statele Unite au putut beneficia şi de mâna de lucru ieftină de acolo. Şi, un lucru esenţial, prin vânzarea de obligaţiuni în valoare de miliarde de dolari către Banca Populară a Chinei, Statele Unite s-au putut bucura de rate semnificativ mai scăzute ale dobânzilor decât ar fi fost cazul.

Bine aţi venit în minunata ţară duală „Chimerica" – China plus America –, care înseamnă mai bine de a zecea parte din suprafaţa de uscat a planetei, un sfert din populaţia ei, o treime din producţia economică şi mai bine de jumătate din creşterea economică în ultimii opt ani. O vreme a părut ca un mariaj rupt din rai. Chimericanii din est făceau

economii. Chimericanii din vest cheltuiau. Importurile din China ţineau inflaţia americană la un nivel scăzut. Economiile Chinei menţineau la un nivel scăzut rata dobânzilor în Statele Unite. Mâna de lucru chineză menţinea la un nivel scăzut cheltuielile cu salariile din Statele Unite. Prin urmare, era extrem de ieftin să împrumuţi bani şi extrem de profitabil să conduci o corporaţie. Mulţumită Chimericii, ratele reale ale dobânzii pe plan global – costul împrumutului, după inflaţie – au scăzut cu mai bine de o treime faţă de media ultimilor cincisprezece ani. Mulţumită Chimericii, profiturile corporaţiilor americane au crescut în 2006 cam în aceeaşi proporţie cu media contribuţiei lor la produsul intern brut. Dar aici era o şmecherie. Cu cât China era mai dispusă să împrumute bani Statelor Unite, cu atât americanii erau mai dispuşi să se împrumute. Cu alte cuvinte, Chimerica a constituit cauza esenţială a valului de credite oferite de bănci, de emisiuni de obligaţiuni şi noi contracte cu derivate la care a fost martoră Planeta Finanţe după anul 2000. A fost cauza esenţială a exploziei de fonduri de acoperire. A fost motivul esenţial pentru care parteneriatele de capital privat au putut împrumuta bani în dreapta, în stânga şi la mijloc pentru a-şi finanţa achiziţii cu capital împrumutat. Şi tot Chimerica – sau, cum îi spune Ben Bernanke, „ghiftuirea cu economii asiatice"[110] – a fost motivul esenţial pentru care piaţa de credite ipotecare din Statele Unite a fost atât de plină de lichidităţi în 2006, încât puteai obţine credite ipotecare de 100% fără să ai venit, loc de muncă sau alte bunuri.

Valoarea netă a economiilor pe plan naţional ca procent din venitul naţional brut, 1970-2006



După cum am văzut deja, criza creditelor ipotecare subprime din 2007 nu era chiar atât de greu de prezis. Mult mai greu de prezis a fost felul în care tremurul provocat de un potop de incapacităţi de plată a creditelor ipotecare chiar în America, piaţă emergentă internă, avea să genereze un cutremur în tot sistemul financiar occidental. Nu foarte mulţi oameni au înţeles că incapacitatea de plată a unor credite ipotecare subprime poate distruge valoarea unor noi instrumente exotice garantate cu active cum ar fi obligaţiunile garantate

cu creanțe. Nu mulți oameni au văzut că, pe măsură ce aceste pierderi luau amploare, împrumuturile interbancare se împotmoleau, iar ratele dobânzii pentru cei care emiteau efecte de comerț și obligațiuni corporatiste pe termen scurt vor sări în sus, devenind o povară greu de suportat pentru tot felul de creditori din sectorul privat. Puțini au prevăzut că această criză a creditelor va face ca o bancă britanică să se confrunte cu o panică a deponenților pentru prima dată din 1866, ajungând în cele din urmă să fie naționalizată. În iulie 2007, înainte să înceapă toate aceste necazuri, administratorul unui fond de acoperire american pariase cu mine, cu 7 la 1, că în Statele Unite nu va fi recesiune în următorii cinci ani. Șase luni mai târziu a recunoscut: „Am pariat că lumea asta nu se va sfârși. Am pierdut". Firește, la sfârșitul lui mai 2008, recesiunea părea deja pe cale să se instaleze în Statele Unite. Dar de unde sfârșitul lumii?

Într-adevăr, în mai 2008 părea puțin probabil ca China (ca să nu mai vorbim și de celelalte țări din grupul BRIC) să scape fără să suporte consecințele recesiunii americane. Statele Unite rămân cel mai important partener comercial al Chinei, însemnând cam o cincime din exporturile chineze. Pe de altă parte, importanța exporturilor nete pentru dezvoltarea Chinei a scăzut considerabil în ultimii ani[111]. În plus, acumularea de rezerve în China a pus Beijingul în postura puternică de a fi în stare să asigure injecții de capital pentru băncile americane aflate în dificultate. Însă creșterea fondurilor de acoperire a fost doar o parte din povestea reorientării finanțelor mondiale de după 1998. Mult mai importantă a fost creșterea unor fonduri suverane de investiții, entități create de țări cu mari surplusuri comerciale pentru administrarea acestor valori acumulate. La sfârșitul anului 2007, fondurile suverane de investiții aveau în administrare 2,6 bilioane de dolari, mai mult decât toate fondurile de acoperire din lume, și nu departe de fondurile guvernamentale de pensii și rezervele băncilor centrale. Conform unei prognoze a firmei Morgan Stanley, în cincisprezece ani acestea puteau ajunge la active în valoare de 27 de bilioane de dolari – doar ceva mai mult de 9% din activele financiare mondiale. Deja în 2007, fonduri suverane de investiții din Asia și Orientul Mijlociu se orientaseră spre finanțarea unor companii financiare occidentale, printre care Barclays, Bear Stearns, Citigroup, Merrill Lynch, Morgan Stanley, UBS și firmele cu capital privat Blackstone și Carlyle. O vreme se părea că fondurile suverane de investiții vor orchestra un plan global de salvare a finanțelor occidentale, ultima răsturnare de roluri din istoria financiară. Dar cei pe care George Soros i-a numit în derâdere „fundamentaliști ai pieței" s-au confruntat cu o dureroasă anomalie: printre cei mai mari câștigători ai ultimei crize erau entități aflate în proprietatea statului*.

Și totuși există motive pentru care această aparent elegantă și esențial chimericană soluționare a crizei americane nu s-a petrecut. În parte, motivul e pur și simplu faptul că incursiunile inițiale chineze pe piețele financiare americane nu au produs niște efecte extraordinare**. La Beijing dăinuie temeri justificate că abia de acum băncile occidentale vor trebui să se confrunte cu ce e mai rău, mai ales ținând cont de impactul imprevizibil al recesiunii din Statele Unite asupra remarcabilelor instrumente de transfer al riscului de credit cu o valoare teoretică de 62 de bilioane de dolari. Dar chiar în inima Chimericii

---

* Unele fonduri suverane de investiții au de fapt o îndelungată istorie. Autoritatea de Investiții din Kuwait a fost înființată în 1953; Temasek din Singapore în 1974; ADIA, fondul Emiratelor Arabe Unite, în 1976; GIC din Singapore în 1981.

** După ce a plătit 5 miliarde de dolari pentru o cotă de 9,9% la Morgan Stanley în decembrie 2007, Lou Jiwei, președintele Corporației de Investiții a Chinei, a comparat această oportunitate cu situația în care un fermier se trezește cu un iepure în față. „Dacă vedem un iepure gras", spunea el, „tragem în el". După care a adăugat (referindu-se la declinul valorii acțiunilor de la Morgan Stanley): „Unii ar putea spune că de fapt noi am fost iepurele împușcat de Morgan Stanley".

se observă acum o serioasă tensiune politică. De la o vreme, Congresul american manifestă o îngrijorare crescândă în legătură cu ceea ce se consideră o competiţie neloială şi o manipulare a pieţei valutare de către China – şi cu cât recesiunea se agravează în Statele Unite, cu atât mai tare se vor auzi aceste proteste. Totuşi, relaxarea monetară începută în august 2007 în Statele Unite – tăierile masive din fondurile federale şi ale ratelor de scont, diferitele licitaţii şi „facilităţi" de creditare care au canalizat 150 de miliarde de dolari spre sistemul bancar, sprijinirea achiziţionării de către JPMorgan a băncii Bear Stearns – a constituit o versiune americană de manipulare a pieţei valutare[112]. De la declanşarea crizei americane, dolarul s-a depreciat în mare cu 25% faţă de valutele principalilor parteneri comerciali – cu 9% faţă de yuan. Cum aceste măsuri au coincis cu creşterea simultană a presiunilor cererii şi ofertei pe aproape toate pieţele de bunuri, rezultatul a fost o creştere semnificativă a preţurilor la alimente, combustibil şi materii prime. Creşterea preţurilor bunurilor, la rândul lor, a determinat o creştere a presiunii inflaţioniste în China, ceea ce a impus măsuri de control al preţurilor şi măsuri prohibitive la export, ceea ce a încurajat o goană extraordinară după resursele naturale din Africa şi din alte părţi ale lumii, ceea ce în ochii Occidentului a apărut ca o deranjantă subtilitate imperialistă[113]. S-ar putea ca, aşa cum pare să fi sugerat dintotdeauna numele, Chimerica să fie doar o himeră – acea fiară mitică din legendele antice, o combinaţie de leu, ţap şi dragon.

Dacă ne gândim, s-ar putea să mai fi ajuns în această situaţie şi înainte. Acum o sută de ani, în prima epocă a globalizării, mulţi investitori au crezut că exista o relaţie simbiotică similară între centrul financiar al lumii, Marea Britanie, şi cea mai dinamică economie industrială de pe continentul european. Acea economie era Germania. Şi atunci, ca şi astăzi, a existat o graniţă foarte subţire între simbioză şi rivalitate[114]. Ar putea ceva să declanşeze o nouă frângere a globalizării precum cea petrecută în 1914? Răspunsul evident este o deteriorare a relaţiilor politice dintre Statele Unite şi China, fie din pricina relaţiilor comerciale, a Taiwanului, Tibetului sau a altor aspecte deocamdată subliminale[115]. Scenariul nu pare plauzibil. Dar e uşor să vedem cum viitorii istorici vor putea construi un plauzibil lanţ cauzal pentru a explica o astfel de întorsătură a evenimentelor. Susţinătorii „vinovăţiilor de război" vor acuza pretenţiile exagerate ale Chinei, lăsându-i pe ceilalţi să se plângă de păcatele şi ignoranţa obositului titan american. Specialişti în relaţii internaţionale vor descoperi cauzele sistemice ale originii războiului în prăbuşirea pieţei libere, în competiţia pentru resursele naturale sau conflictul civilizaţiilor. Dincolo de limbajul explicaţiilor istorice, în vremea noastră pare să se contureze o conflagraţie majoră supărător de probabilă, exact aşa cum s-a întâmplat în 1914. Unii par chiar tentaţi să declare că creşterea preţurilor bunurilor de consum între 2003 şi 2008 reflectă o subconştientă anticipare a conflictului ce va veni.

O importantă lecţie a istoriei arată că războaiele majore pot apărea chiar şi atunci când globalizarea e un proces foarte avansat, iar hegemonia poziţiei lumii anglofone pare foarte consolidată. O a doua lecţie importantă : cu cât lumea evoluează mai mult fără un conflict major, cu atât mai greu ne vine să ne imaginăm unul (şi, probabil, cu atât mai uşor ar putea izbucni unul). A treia şi ultima lecţie : când o criză loveşte nişte investitori încrezători, aceasta provoacă mult mai multe daune decât dacă ar fi vorba de nişte investitori experimentaţi în conflicte. După cum am văzut în repetate rânduri, adevăratele mari crize apar suficient de rar pentru a se şterge din memoria conducătorilor de bănci, managerilor de fonduri şi traderilor. Cariera medie a unui înalt funcţionar de pe Wall Street durează douăzeci şi cinci de ani[116], ceea ce înseamnă că amintirile personale de la vârful sistemului bancar al Statelor Unite nu se întind dincolo de 1983 – zece ani de la începutul ultimului mare val de creşteri ale preţurilor petrolului şi aurului. Chiar şi numai acest fapt oferă o puternică justificare pentru studierea istoriei financiare.

Cuvânt de încheiere
Decăderea banilor

Lumea financiară de astăzi este rezultatul a patru milenii de evoluţie economică. Banul – forma cristalizată a relaţiei dintre debitor şi creditor – a dat naştere băncilor, autorizând firme pentru acumulări şi mai mari de împrumuturi şi credite. Începând din secolul al XIII-lea, obligaţiunile guvernamentale au introdus securitizarea fluxurilor de plăţi ale dobânzii, în vreme ce pieţele de obligaţiuni au dezvăluit beneficiile unor pieţe reglementate de stat pentru negocierea şi evaluarea titlurilor de valoare. Începând cu secolul al XVII-lea, capitalul existent în corporaţii putea fi cumpărat şi vândut în aceleaşi moduri. Din secolul al XVIII-lea, fondurile de asigurări şi apoi fondurile de pensii au valorificat economiile de scară şi legile mediilor pentru a oferi protecţie financiară în faţa unor riscuri calculabile. Din secolul al XIX-lea, opţiunile şi futures au oferit instrumente financiare mai specializate şi mai sofisticate : primele instrumente financiare derivate. Iar din secolul XX, din motive politice, familiile au fost încurajate să încline tot mai mult spre imobiliare.

Economiile care au combinat toate aceste inovaţii instituţionale – bănci, pieţe de obligaţiuni, burse, asigurări şi democraţia imobiliară – au evoluat mai bine pe termen lung decât economiile care nu au făcut asta, pentru că, în general, medierea financiară permite o mai eficientă alocare a resurselor decât, să spunem, feudalismul sau planificarea centralizată. Din acest motiv, nu e cu totul uimitor că modelul financiar occidental a avut tendinţa de a se răspândi în lume, mai întâi sub forma imperialismului, apoi sub cea a globalizării[1]. Pe scurt, din Mesopotamia antică până la China de astăzi, ascensiunea banilor a fost una dintre forţele motrice ale progresului uman : un proces complex de inovare, intermediere şi integrare care a fost la fel de vital ca evoluţia ştiinţei sau impunerea legii pe drumul eliberării omului de corvoada agriculturii de subzistenţă şi sărăcia capcanei malthusiene. După cum spunea Frederic Mishkin, fost guvernator al Rezervelor Federale, „sistemul financiar [este] creierul economiei... Acţionează ca un mecanism de coordonare care distribuie capitalul, sângele activităţii economice, către cele mai productive zone ale afacerilor şi gospodăriilor. În cazul în care capitalul se duce într-o direcţie greşită sau nu se mişcă deloc, economia va funcţiona ineficient, iar în ultimă instanţă creşterea economică va fi modestă"[2].

Totuşi, ascensiunea banilor nu a fost şi nu va fi niciodată lipsită de dificultăţi. Dimpotrivă, istoria financiară este ca o călătorie într-un montagne russe, cu urcuşuri şi coborâşuri, bucle şi explozii, patimi şi panici, şocuri şi zdrobiri[3]. Un studiu recent al datelor disponibile referitoare la produsul intern brut şi consumul din 1870 încoace a identificat 148 de crize în care o ţară a cunoscut un declin cumulat al produsului intern brut cu cel puţin 10% şi 87 de crize în care consumul a suferit o cădere de aceeaşi amploare, ceea ce indică probabilitatea unui dezastru financiar de circa 3,6% pe an[4].

Chiar şi astăzi, în ciuda unei sofisticări fără precedent a instituţiilor şi instrumentelor noastre, Planeta Finanţe rămâne, ca întotdeauna, la fel de vulnerabilă în faţa crizelor. Se pare că, în ciuda inventivităţii noastre, suntem condamnaţi să fim „păcăliţi de aleatoriul vieţii"[5] şi surprinşi de „lebedele negre"[6]. S-ar putea chiar să ne aflăm în perioada de deflaţie a unei „superbule" ce se întinde pe mai multe decenii[7].

Iar pentru asta există trei motive esenţiale. Primul e acela că viitorul – sau, mai bine zis, *viitorurile*, pentru că niciodată nu există un singur viitor – se află în mare măsură sub imperiul incertitudinii, spre deosebire de riscul calculabil. După cum susţinea Frank Knight în 1921, „incertitudinea trebuie abordată într-un sens radical distinct faţă de noţiunea obişnuită de risc, de care nu a fost niciodată separată cum trebuie... O incertitudine *măsurabilă*, sau «riscul» propriu-zis... se deosebeşte în aşa măsură de una *nemăsurabilă*, încât de fapt nu mai este deloc incertitudine". Pentru a simplifica lucrurile, mare parte din ceea ce ni se întâmplă în viaţă nu e un joc al întâmplării. Mereu va apărea un eveniment care este „atât de unic în integralitatea sa, încât nu mai există altele sau un număr suficient de evenimente pentru a ne permite să le reprezentăm într-o diagramă de evenimente asemănătoare pentru a forma baza unei concluzii privind valoarea vreunei probabilităţi..."[8]. Acelaşi punct de vedere a fost exprimat în mod strălucit de Keynes în 1937. Ca răspuns la criticile aduse *Teoriei generale*, el scria:

Prin cunoaştere *incertă* nu înţeleg doar să disting ceea ce este cunoscut cu certitudine de ceea ce este doar probabil. În acest sens jocul de ruletă nu este supus incertitudinii... Aşteptările vieţii sunt doar uşor incerte. Chiar şi vremea este doar moderat incertă. Folosesc acest termen în sensul în care perspectiva unui război european este incert sau... rata dobânzii peste douăzeci de ani... În cazul acesta nu există o bază ştiinţifică pentru a putea aborda vreo probabilitate calculabilă. Pur şi simplu nu ştim*.

Keynes continuă să emită ipoteze cu privire la modul în care investitorii „reuşesc în asemenea circumstanţe să acţioneze în aşa fel încât să ne scape de ruşine, socotindu-ne oameni raţionali şi pricepuţi în economie":

1. Presupunem că prezentul e o călăuză mult mai credincioasă pentru scrutarea viitorului decât ar fi o nepărtinitoare cercetare a experienţei din trecut şi până acum. Cu alte cuvinte, ignorăm în mare măsură perspectivele schimbărilor din viitor, despre al căror caracter nu ştim nimic.
2. Presupunem că starea opiniei publice *actuale* aşa cum este ea exprimată în preţuri şi caracterul producţiei existente se bazează pe o *corectă* apreciere a perspectivelor viitoare...
3. Ştiind că evaluarea noastră individuală nu are valoare, ne străduim să ne aliniem judecăţii celorlalţi care sunt probabil mai bine informaţi. Cu alte cuvinte, ne străduim să ne conformăm comportamentului majorităţii sau mediei[9].

Deşi Keynes nu avea câtuşi de puţin dreptate în privinţa interpretării comportamentului investitorilor, cu siguranţă că gândirea lui era în general corectă. Pentru că, fără îndoială, erorile euristice ale indivizilor joacă un rol decisiv în producerea volatilităţii pe pieţele financiare.

---

* Peter Bernstein spunea: „Tot turnăm date din trecut... dar datele din trecut... constituie doar o parte dintre evenimente, şi nu un set de observaţii independente, aşa cum cer legile probabilităţii. Istoria ne oferă doar un eşantion... al pieţelor de capital, şi nu mii de eşantioane separate şi luate la întâmplare". Aceeaşi problemă – şi anume că nu avem decât un singur eşantion – e inerentă, fireşte, şi în geologie, o ştiinţă istorică mult mai avansată decât cea a istoriei finanţelor, după cum observa Larry Neal.

Asta ne duce la al doilea motiv cu privire la inerenta instabilitate a sistemului financiar: comportamentul uman. După cum am văzut, toate instituţiile financiare sunt la mila tendinţei noastre înnăscute de a trece de la euforie la disperare; a incapacităţii noastre recurente de a ne proteja împotriva unor factori de risc impredictibili; a incapacităţii noastre de a învăţa din lecţiile istoriei. Într-un faimos articol, Daniel Kahneman şi Amos Tversky demonstrau cu o serie de experimente tendinţa oamenilor de a calcula greşit probabilităţile, chiar şi atunci când sunt confruntaţi cu simple alternative financiare. Mai întâi au oferit fiecărui individ dintr-un grup ales pentru test câte 1.000 de lire israeliene. Apoi le-au spus să aleagă între: a) şansa de 50% de a câştiga încă 1.000 de lire sau b) şansa de 100% de a câştiga încă 500 de lire. Doar 16% au ales varianta (a); toţi ceilalţi (84%) au ales (b). Apoi au cerut aceluiaşi grup de oameni să-şi imagineze că au primit fiecare câte 2.000 de lire israeliene şi să se confrunte cu alternativa: c) o şansă de 50% de a pierde 1.000 de lire sau d) o şansă de 100% de a pierde 500 de lire. De data asta majoritatea (69%) au ales (c); doar 31% au ales varianta (d). Şi totuşi, din punctul de vedere al şanselor de câştig, cele două probleme sunt identice. În ambele situaţii eşti confruntat cu alegerea între 50% şanse să primeşti 1.000 de lire şi aceeaşi şansă de a primi 2.000 de lire (a şi c) sau şansa sigură de a primi 1.500 de lire (b şi d). În acest experiment, ca şi în altele, Kahneman şi Tversky au identificat o asimetrie izbitoare: aversiune faţă de risc în condiţiile unor perspective pozitive, dar alegerea riscului în faţa unor perspective negative. Pierderea are un impact de două ori şi jumătate mai mare faţă de un câştig de aceeaşi mărime[10].

Acest „eşec al invarianţei" este doar una dintre multiplele erori euristice (modalităţi aparte de a gândi şi învăţa) care le deosebesc pe fiinţele umane reale de *homo economicus* din teoria economică neoclasică, despre care se presupune că ia decizii în mod raţional, pe baza tuturor informaţiilor disponibile şi a foloaselor aşteptate. Alte experimente demonstrează că, de asemenea, cădem victime prea uşor unor capcane cognitive de genul:

1. *predilecţie pentru ceea ce e uşor disponibil*, care ne determină să ne bazăm deciziile pe informaţii mai uşor disponibile în memoria noastră decât pe datele de care avem cu adevărat nevoie;
2. *predilecţie pentru înţelegerea ulterioară*, care ne face să oferim evenimentelor o probabilitate mai mare după ce acestea s-au petrecut (*ex post*) decât înainte de producerea lor (*ex ante*);
3. *problema inducţiei*, care ne face să formulăm reguli generale pe baza unor informaţii insuficiente;
4. *deducţia greşită a conjuncţiei* (sau disjuncţiei), ceea ce înseamnă că avem tendinţa de a supraestima probabilitatea ca şapte evenimente cu o probabilitate de 90% să se întâmple *toate*, în vreme ce subestimăm probabilitatea ca *măcar unul* din şapte evenimente cu o probabilitate de 10% să se întâmple;
5. *predilecţie pentru confirmare*, care ne face mai degrabă să căutăm dovada confirmării unei ipoteze iniţiale, decât să căutam dovada care o va nega;
6. *efectele contaminării*, prin care îngăduim ca informaţii irelevante, dar imediate să influenţeze o decizie;
7. *euristica afectivă*, prin care judecăţi de valoare preconcepute interferează cu evaluarea noastră asupra costurilor şi beneficiilor;
8. *neglijarea scopului*, care ne împiedică să ajustăm proporţional ceea ce suntem înclinaţi să sacrificăm pentru a evita daune de diferite ordini de mărime;
9. *încredere exagerată în calibrare*, care ne determină să subestimăm intervalele de încredere în cadrul cărora estimările noastre sunt solide (de exemplu, combinând scenariul „cel mai bun" cu „cel mai puţin probabil"); şi

10. *apatia spectatorului*, care ne face să renunţăm la responsabilitatea individuală atunci când ne aflăm într-o mulţime[11].

Dacă vă mai îndoiţi de adânc înrădăcinata capacitate de eroare a fiinţelor umane, răspundeţi la următoarea problemă. O minge şi o bâtă de baseball, împreună, costă 1 liră şi 10 penny, iar o bâtă costă cu 1 liră mai mult decât mingea. Cât costă mingea? Una din două persoane afirmă cu tărie: 10 penny. Răspunsul corect este 5 penny, pentru că numai o bâtă care costă 1 liră şi 5 penny şi o minge în valoare de 5 penny ajung să satisfacă ambele condiţii[12].

Dacă există vreun domeniu care să revoluţioneze înţelegerea noastră asupra felului în care funcţionează pieţele financiare, atunci cu siguranţă acela este incipienta disciplină a comportamentului financiar[13]. Nu este deloc limpede câte dintre acţiunile rezultate din ipotezele asupra eficienţei pieţelor pot supravieţui confruntării cu această disciplină[14]. Cei care se încred în „înţelepciunea mulţimii"[15] gândesc doar că un grup mai mare de oameni probabil că evaluează mai corect decât un grup mai restrâns de presupuşi experţi. Dar asta nu înseamnă mare lucru. Vechea butadă conform căreia „macroeconomiştii au prezis corect nouă dintre ultimele cinci recesiuni" nu e doar o simplă glumă, ci expresia adevărului demoralizant cu privire la dificultatea prognozelor economice[16]. În acelaşi timp, cercetători serioşi ai psihologiei umane se aşteaptă la tot atâta nebunie câtă înţelepciune în cadrul unui grup mare de oameni[17]. Un caz evident în această privinţă trebuie să fie cvasiuniversala iluzie dominantă printre investitorii din prima jumătate a anului 2007 că o criză majoră a lichidităţilor nu se poate întâmpla (vezi Introducerea). În această privinţă se potriveşte sinteza lui Eliezer Yudkowsky:

> Oamenii sunt tentaţi să fie supraîncrezători şi supraoptimişti. Se concentrează doar asupra unui singur scenariu din viitor şi le înlătură pe toate celelalte. Nu evocă în memorie [nici o criză a lichidităţilor] din trecut. S-ar putea să supraestimeze predictibilitatea trecutului şi astfel să subestimeze surprizele viitorului. S-ar putea să nu înţeleagă dificultăţile pregătirii [pentru criza lichidităţilor] fără să ia în considerare beneficiile înţelegerii ulterioare. Preferă... să rişte pe baza unor probabilităţi cu beneficiul cel mai mare, neglijând valoarea aflată în joc. S-ar putea să combine informaţiile pozitive cu privire la beneficiile unei tehnologii [de exemplu, asigurarea titlurilor] cu informaţiile negative asupra riscului. S-ar putea ca judecata lor să fie contaminată de filmele în care [sistemul financiar] este în cele din urmă salvat... Or, perspectiva cu totul neplăcută [a crizei lichidităţilor] îi poate îndemna să caute argumente că [lichidităţile] *nu* [se vor evapora], fără să se străduiască la fel de mult să caute motivele [pentru care se va întâmpla astfel]. Dar dacă întrebarea ar fi exact aşa: „De ce mai mulţi oameni nu fac nimic pentru a împiedica una ca asta?", s-ar putea ca unii să-şi pună exact întrebarea asta, uitându-se în jur să vadă dacă cineva reacţionează în vreun fel... dar, în acelaşi timp, arătându-se calmi şi stăpâni pe ei[18].

Cele mai multe dintre greşelile noastre cognitive sunt, fireşte, rezultatul evoluţiei. Al treilea motiv pentru capriciosul drum al istoriei financiare e de asemenea legat de teoria evoluţiei, deşi prin analogie. Se spune adesea că finanţele au o trăsătură darwinistă. „Supravieţuirea celor mai bine adaptaţi" e o frază pe placul traderilor agresivi; după cum am văzut, băncile de investiţii au o predilecţie pentru a ţine conferinţe cu titluri de genul: „Evoluţia desăvârşirii". Iar criza din 2007 din Statele Unite a sporit frecvenţa unor asemenea afirmaţii. Anthony W. Ryan, asistentul secretarului Trezoreriei, nu era singura persoană care vorbea despre valurile de extincţie financiară în a doua parte a anului 2007. Andrew Lo, directorul Laboratorului pentru Inginerie Financiară al Institutului

de Tehnologie din Massachusetts, este în avangarda efortului de reconceptualizare a pieţelor ca sisteme adaptative[19]. O analiză istorică pe termen lung a dezvoltării serviciilor financiare sugerează, de asemenea, că forţele evoluţioniste sunt prezente în lumea financiară la fel de mult pe cât sunt de prezente în lumea naturală[20].

Bineînţeles că nu este nouă ideea că procesele darwiniste ar acţiona şi în economie. Economia evoluţionistă este de fapt o subdisciplină bine stabilită, care de şaisprezece ani are propria publicaţie de specialitate[21]. Thorstein Veblen a fost primul care a pus întrebarea: „De ce economia nu este o ştiinţă evoluţionistă?" (sugerând că de fapt ar trebui să fie), încă din 1898[22]. Într-un celebru pasaj din lucrarea sa *Capitalism, Socialism and Democracy*, care s-ar putea aplica la fel de bine şi în finanţe, Joseph Schumpeter caracteriza capitalismul industrial drept un „proces evoluţionist":

> Caracterul evoluţionist... nu se datorează doar faptului că viaţa economică evoluează într-un mediu social şi natural care se modifică şi prin modificările sale schimbă şi datele acţiunii economice; acest lucru este important, iar aceste schimbări (războaie, revoluţii şi aşa mai departe) condiţionează adeseori şi schimbările industriale, dar nu acestea sunt motorul lor principal. Acest caracter evoluţionist nu se datorează nici creşterii cvasiautonome a populaţiei şi capitalului sau capriciilor sistemelor monetare pentru care este valabil acelaşi caracter. Impulsul fundamental care porneşte şi ţine în funcţiune maşinăria capitalismului provine din noile bunuri de consum, din noile metode de producţie sau transport, din noile pieţe, din noile forme de organizare industrială pe care le creează iniţiativa capitalistă... Apariţia unor noi pieţe, interne sau în străinătate, şi evoluţia organizaţională de la atelierul meşteşugăresc şi fabrică, la concerne precum US Steel ilustrează acelaşi proces de mutaţie industrială – dacă pot folosi un termen din biologie – care revoluţionează necontenit structura economică *din interior*, distrugând în permanenţă vechile modele şi creând în permanenţă altele noi. Acest proces de Distrugere Creatoare este factorul esenţial al capitalismului[23].

Un element-cheie care reiese din cercetările recente este acela cu privire la cât se distruge în economia modernă. Cam una din zece companii americane dispar în fiecare an. Între 1989 şi 1997, ca să fiu mai precis, în medie 611.000 de afaceri au dispărut anual dintr-un total de 5,73 de milioane de firme. Trebuie să reţinem că, în medie, rata de extincţie este de 10%; în anumite sectoare economice poate ajunge până la 20% într-un an nefavorabil (ca în cazul sectorului financiar din Districtul Columbia în 1989, în timpul momentului culminant al crizei asociaţiilor Savings and Loan)[24]. Conform datelor Departamentului de Comerţ şi Industrie din Marea Britanie, după trei ani dispar 30% dintre firmele înregistrate la fisc[25]. Chiar dacă supravieţuiesc în primii ani de existenţă şi se bucură de mare succes, în cele din urmă, majoritatea firmelor dispar. Dintre cele 100 de companii cele mai mari din lume în 1912, 29 au dat faliment până în 1995, 48 au dispărut şi doar 19 mai sunt în top 100[26]. Socotind că în mare măsură activitatea băncilor şi a burselor este aceea de a finanţa companii, nu trebuie să ne surprindă dacă descoperim acelaşi tablou al distrugerii creatoare şi în lumea financiară. Am constatat deja rata ridicată de uzură a fondurilor de acoperire. (Singurul motiv pentru care nu dau faliment mai multe bănci este acela că, după cum vom vedea, ele sunt ferite de colaps, explicit şi implicit, de către guverne.)

Care sunt trăsăturile comune ale lumii financiare şi ale adevăratului sistem evoluţionist? Îmi vin în minte şase dintre ele:

– „Genele", în sensul în care anumite practici economice joacă acelaşi rol precum genele în biologie, permiţând informaţiilor să fie depozitate în „memoria organizaţională" şi să fie transmise mai departe de la individ la individ sau de la firmă la firmă atunci când este creată o nouă firmă.

- Capacitatea de mutaţie spontană, care în lumea economică este numită de obicei inovaţie şi, mai ales, dar nu întotdeauna, inovaţie tehnologică.
- Competiţia pentru resurse dintre indivizii aceleiaşi specii, cu rezultatul că aceasta determină care afacere va rezista sub aspectul longevităţii şi al capacităţii de proliferare.
- Un mecanism de selecţie naturală prin intermediul pieţei care alocă resurse umane şi capital, precum şi posibilitatea decesului în cazul lipsei de performanţă, adică „supravieţuirea diferenţiată".
- Dimensiunea evoluţiei speciilor care susţine biodiversitatea prin crearea unor specii cu totul noi de instituţii financiare.
- Dimensiunea extincţiei, cu specii care dispar definitiv.

Istoria finanţelor este în mod esenţial rezultatul mutaţiei şi al selecţiei naturale. Un rol îl joacă „abaterea" întâmplătoare (inovaţii/mutaţii care nu sunt promovate prin selecţie naturală, dar care totuşi se întâmplă) şi „fluxul" (inovaţii/mutaţii provocate atunci când, să zicem, băncile chinezeşti au adoptat practici americane). Pot exista şi „evoluţii comune", când diferite specii financiare conlucrează şi se adaptează împreună (precum fondurile de acoperire şi instituţiile de brokeraj principal). Însă principalul mecanism este alegerea pieţei. Organismele financiare sunt în competiţie pentru resursele epuizabile. În anumite perioade şi în unele locuri, unele specii pot deveni dominante. Însă inovaţiile realizate de speciile aflate în competiţie sau apariţia unor specii cu totul noi împiedică apariţia unei ierarhii permanente sau a unei monoculturi. În mare vorbind, legea supravieţuirii celor mai adaptaţi se aplică şi aici. Instituţiile cu „gene egoiste" care dovedesc o bună capacitate de autoreproducere şi autoperpetuare vor tinde să prolifereze şi să reziste[27].

Să notăm că în acest fel s-ar putea să nu rezulte evoluţia unui organism perfect. O „mutaţie destul de bună" îşi va asigura dominaţia dacă se petrece la momentul potrivit şi în locul potrivit, datorită sensibilităţii procesului de evoluţie la condiţiile iniţiale ; ceea ce înseamnă că un uşor avantaj iniţial se poate traduce într-o mai îndelungată perioadă de dominare, fără să fie neapărat un avantaj optim. Trebuie, de asemenea, să nu uităm că în lumea naturală evoluţia nu este progresivă, cum se credea în mod obişnuit (mai ales de către partizanii lui Herbert Spencer). Unele forme primitive de viaţă financiară, cum ar fi cămătarii, nu sunt condamnate la uitare, cum nu sunt nici procariotele microscopice care şi acum sunt cele mai numeroase dintre speciile de pe pământ. Complexitatea dobândită prin evoluţie nu asigură protecţie în faţa extincţiei nici unui organism şi nici unei firme – aceasta este soarta celor mai multe dintre speciile de animale şi plante.

Analogia cu principiile evoluţioniste este, evident, imperfectă. În natură, când un organism înghite un altul înseamnă doar că s-a hrănit ; pe când în lumea serviciilor financiare fuziunile şi achiziţiile pot duce direct la mutaţii. În lumea organismelor financiare nu există ceva asemănător cu rolul jucat de reproducerea sexuală din lumea animală (deşi limbajul vulgar sexual este adesea folosit pentru a descrie anumite tipuri de tranzacţii financiare). Cele mai multe mutaţii financiare sunt deliberate, inovaţii conştiente, şi nu schimbări întâmplătoare. Într-adevăr, prin faptul că o firmă se poate adapta în cursul evoluţiei sale la modificările ce au loc în jurul ei, evoluţia financiară (ca şi evoluţia culturală) poate fi mai degrabă de tip lamarkian decât darwinist. Mai departe vom discuta de alte două diferenţe esenţiale. Cu toate acestea, teoria evoluţionistă oferă un model mai eficient pentru înţelegerea modificărilor financiare decât oricare alt model de care dispunem.

Acum nouăzeci de ani, socialistul german Rudolf Hilferding a prezis o mişcare inexorabilă spre o concentrare tot mai mare a proprietăţii în ceea ce numea el capital financiar[28]. Viziunea convenţională asupra evoluţiei financiare priveşte într-adevăr procesul din punctul de vedere al superiorităţii firmei supravieţuitoare mari, de succes. În arborele

genealogic oficial al Citigroup se vede cum, de-a lungul timpului, numeroase firme mici – datând de pe vremea fondării în 1812 a City Bank din New York – au cunoscut o mişcare convergentă spre un trunchi comun, actualul conglomerat de firme. Însă tocmai acesta este modul greşit de a privi evoluţia financiară pe termen lung, care *începe* de la un trunchi comun. Periodic, din trunchi ies ramuri din care evoluează noi tipuri de bănci şi alte instituţii financiare. Faptul că o anume firmă de succes ajunge să înghită firme mai mici întâlnite în cale e mai mult sau mai puţin semnificativ. În procesul de evoluţie, animalele se mănâncă unele pe altele, dar nu aceasta e forţa motrice din spatele mutaţiilor evoluţioniste şi apariţiei de noi specii şi subspecii. Ideea este că economiile de scară şi de gamă nu sunt întotdeauna şi forţa motrice a istoriei financiare. Cel mai adesea, motorul principal îl constituie procesul de speciaţie – prin care sunt create tipuri de firme cu totul noi – şi procesul la fel de recurent al distrugerii creatoare, prin care firmele mai slabe dispar.

Să luăm cazul serviciilor bancare pentru persoane fizice şi cel al băncilor comerciale, unde s-a păstrat o considerabilă biodiversitate. Deşi există giganţi precum Citigroup şi Bank of America, unele pieţe din America de Nord şi din Europa au încă sectoare relativ fragmentate de retail bancar. Sectorul de bănci cooperatiste a cunoscut cele mai multe modificări în ultimii ani, cu niveluri mari de consolidare (mai ales după criza asociaţiilor Savings and Loan din anii 1980), cele mai multe instituţii migrând spre acţionariat. Când am început să mă gândesc pentru prima dată la aceste rânduri, singura specie de bancă ce părea să se apropie de extincţie în ţările dezvoltate era banca aflată în proprietatea statului, deoarece privatizarea se împrăştiase în întreaga lume. Însă criza financiară a schimbat toate acestea. Începând cu naţionalizarea Northern Rock, proprietatea de stat a avut o revenire spectaculoasă. La momentul la care scriu acest cuvânt de încheiere revizuit pentru ediţia paperback, pare posibil ca o administraţie americană ezitantă să fie silită să preia Citibank, Bank of America şi alte instituţii aflate în pragul insolvenţei.

În alte privinţe, istoria recentă fusese una a speciaţiei, proliferarea unor noi tipuri de instituţii financiare, exact la ceea ce ne aşteptăm într-un sistem cu adevărat evoluţionist. Au apărut numeroase firme ce oferă servicii financiare specializate, mai ales în domeniul bunurilor de consum (de exemplu Capital One). Acum există un număr de noi „buticuri" ce oferă servicii pentru piaţa de bănci private. Un alt fenomen relativ recent şi în continuă dezvoltare este acela al bankingului direct (prin telefon sau internet). De asemenea, la fel cum s-au format giganţii din imperiul bankingului investiţionar, au evoluat şi au proliferat specii noi şi mai versatile, cum ar fi fondurile de acoperire şi parteneriatul de capital privat. Şi aşa cum am văzut în capitolul 6, creşterea rapidă a rezervelor valutare ale exportatorilor de bunuri manufacturate şi energie produce o nouă generaţie de fonduri suverane de investiţii.

Nu numai că au proliferat noi forme de firme financiare, dar există şi noi forme de active şi servicii financiare. În anii de dinainte de 2007 a crescut foarte mult apetitul investitorilor pentru titluri garantate ipotecar şi titluri garantate cu active. A crescut enorm şi utilizarea derivatelor, majoritatea fiind vândute şi cumpărate direct, fără intermediari, prin tranzacţii private, şi nu prin tranzacţii publice – tendinţă care, deşi profitabilă pentru vânzătorul derivatelor, s-ar putea să aibă consecinţe neplăcute şi neintenţionate, din pricina lipsei de standarde ale unor astfel de instrumente şi a unor posibile probleme juridice în cazul unei crize.

Prin urmare, în termeni evoluţionişti, sectorul serviciilor financiare pare să fi trecut printr-o explozie de douăzeci de ani de perioadă cambriană, în care speciile existente au evoluat spectaculos şi au apărut specii noi în mare număr. Ca şi în lumea naturală, existenţa

unor giganţi nu a împiedicat evoluţia şi existenţa continuă a speciilor mai mici. Mărimea nu înseamnă totul nici în natură, nici în lumea finanţelor. Într-adevăr, tocmai dificultăţile ce apar odată ce firme private devin tot mai mari şi mai complexe – dezeconomiile de scară asociate cu birocraţia, presiunile asociate rapoartelor trimestriale – oferă oportunităţi pentru apariţia unor noi forme de firme private. Ceea ce contează pentru evoluţie nu este mărimea sau (dincolo de un anumit nivel) complexitatea. Tot ce contează este să ai capacitate de supravieţuire şi de reproducere a genelor. Echivalentul financiar este să ai capacitatea de a produce rentabilităţi ale capitalului şi să generezi imitatori care să utilizeze modele de afaceri similare.

În lumea financiară, mutaţia şi speciaţia au fost de obicei reacţii evoluţioniste în faţa mediului şi a competiţiei, selecţia naturală determinând care dintre noile trăsături ajung să se răspândească pe scară largă. Uneori, ca şi în lumea naturală, procesul evoluţionist a suferit fracturi puternice sub forma unor şocuri geopolitice şi a unor crize financiare. Fireşte, diferenţa este că, dacă asteroizi giganţi (precum cel care a eliminat 85% dintre specii la sfârşitul cretacicului) sunt şocuri exogene, crizele financiare sunt şocuri endogene, provenind din sistemul financiar însuşi. Marea Depresiune din anii 1930 şi Marea Inflaţie a anilor 1970 se remarcă drept momente ale unor mari discontinuităţi, cu „extincţii în masă", precum năvala panicardă asupra băncilor din anii 1930 şi falimentul asociaţiilor Savings and Loan din anii 1980.

În vremurile noastre se întâmplă în mod evident ceva similar. Cu siguranţă, abrupta deteriorare a condiţiilor de credit şi a preţurilor activelor care a început în vara anului 2007 a creat probleme acute pentru multe fonduri de acoperire, lăsându-le vulnerabile la mâna investitorilor. Până şi unele dintre cele (îndeosebi Citadel a lui Ken Griffin) care s-au descurcat bine în faza iniţială a crizei au suferit pierderi masive în 2008. Dar o trăsătură şi mai importantă a crizei financiare a constituit-o impactul devastator asupra băncilor. Pierderile mondiale generate de titlurile americane garantate cu active şi alte forme de credite riscante sunt apreciate de Fondul Monetar Internaţional la circa 2,2 bilioane de dolari. În momentul redactării acestor rânduri (februarie 2009) au fost raportate pierderi de 1,1 bilioane de dolari de către toate instituţiile financiare, ceea ce înseamnă că doar jumătate din pierderi au ieşit la suprafaţă până acum. De la declanşarea crizei, băncile din Statele Unite au şters datorii în valoare de 494 de miliarde de dolari şi au majorat noul capital la aproximativ 448 de miliarde de dolari, lăsând un deficit de puţin sub 50 de miliarde de dolari. Întrucât băncile ţintesc în mod obişnuit un raport capital/active de mai puţin de 10%, asta înseamnă că balanţele trebuie să sufere o contracţie de 500 de miliarde de dolari. Însă colapsul aşa-numitului sistem bancar paralel al unor entităţi extrabilanţiere cum ar fi vehiculele investiţionale structurate şi societăţile intermediare, a făcut ca această contracţie să fie cu adevărat dificilă, aducându-le activele şi pasivele înapoi în bilanţurile băncilor. Mai mult decât atât, clienţii nonfinanciari au folosit liniile de credit prearanjate ca să-şi sporească lichidităţile, determinând astfel o nouă creştere a activelor bancare.

Criza a expus neajunsuri fundamentale ale acordurilor internaţionale (Basel I şi II)* care guvernează raportul dintre active şi capital. De exemplu, în Europa, capitalul mediu

---

* Conform regulilor agreate prin reglementările de la Basel I din 1988, activele băncilor sunt împărţite în cinci categorii conform riscului de credit, care gradează riscul de la zero (de exemplu, pentru obligaţiunile guvernamentale interne) până la 100% (datorii corporatiste). Băncile internaţionale sunt obligate să păstreze rezerve de capital egale cu 8% din valoarea activelor de risc. Basel II, regulamentul publicat pentru prima oară în 2004, dar treptat adoptat şi de restul lumii, stabileşte reguli mult mai complexe, făcând distincţie intre riscul de credit,

al băncii este acum echivalent cu mult mai puţin de 10% din valoarea activelor (probabil cam 4%), în comparaţie cu 25% la începutul secolului XX. Altfel spus, îndatorarea medie (raportul dintre active şi capital) a fost lăsată să crească spectaculos în anii dinaintea crizei. De exemplu, în septembrie 2008, raportul de îndatorare al Bank of America era de 73,7 la 1 (capitalul său însemna doar 1,4% din active). Dacă erau incluse şi angajamentele din afara bilanţului, raportul de îndatorare creştea la un uluitor 134 la 1. Această situaţie făcea parte dintr-o explozie generală a datoriilor în cadrul căreia datoriile totale (financiare, ale corporaţiilor, gospodăriilor şi guvernului) au crescut de la puţin peste 160% din PIB în 1974 la mai bine de 350% în 2008. Importanţa economică a creşterii datoriilor gospodăriilor poate fi dedusă din faptul că, fără consolidarea consumului prin decizia consumatorilor de a împrumuta bani pe baza valorii reale a caselor lor, rata reală de creştere a economiei Statelor Unite în timpul mandatului lui George W. Bush ar fi fost undeva la 1% pe an. Această epocă a îndatorării se încheie acum.

Criza financiară a spulberat şi speranţele celor care credeau că separarea originii riscului de gestionarea bilanţului ar distribui riscul în mod optim în cadrul sistemului financiar. Pare să se fi întâmplat exact invers, cu concentrări enorme de risc acumulate în inima sistemului financiar. În plus, sistemul de securitizare – care la apogeul său reprezenta aproape o cincime din toate creditele create – s-a dovedit neaşteptat de vulnerabil.

În termeni evoluţionişti, criza a provocat deja o extincţie majoră. Băncile americane de investiţii, odinioară jucătorii dominanţi de pe Wall Street, au dispărut: fie au falimentat (ca în cazul Lehman Brothers), fie au fost preluate de bănci comerciale (Bear Stearns şi Merrill Lynch), fie au fost nevoite să se transforme în holdinguri bancare ca să supravieţuiască (Goldman Sachs şi Morgan Stanley). În acelaşi timp, şi companiile de asigurare de obligaţiuni par sortite să dispară. În alte sectoare financiare are loc mai curând declinul populaţiei decât extincţia propriu-zisă. Pare puţin probabil ca această criză să treacă fără alte fuziuni şi achiziţii de către băncile comerciale de pe ambele părţi ale Atlanticului, întrucât cei relativ puternici îi devorează pe cei relativ slabi. Într-adevăr, Ken Lewis de la Bank of America a prezis anul trecut că doar jumătate din cele 8.500 de bănci americane vor supravieţui crizei. Cu toate acestea, dificultăţile lui Lewis după achiziţionarea Merrill Lynch nu prea îi încurajează pe alţi potenţiali cumpărători. Numărul fondurilor de investiţii va scădea cu cel puţin o treime pe măsură ce cei slabi sunt părăsiţi de investitori sau absorbiţi de cei puternici*.

De asemenea, e posibil ca în urma crizei să apară forme absolut noi de instituţii financiare. După cum sugera Andrew Lo: „Aşa cum s-a mai întâmplat în trecut în cazul incendiilor de pădure din pieţele financiare, e foarte probabil să vedem o incredibilă faună şi floră apărând în urma acestei crize"[29]. Aceasta ar putea fi ocazia perfectă pentru a crea un tip de bancă comercială de modă veche, axată mai curând pe relaţii decât pe tranzacţii şi pe construirea încrederii pe care atâtea bănci consacrate şi-au pierdut-o.

Mai există o diferenţă majoră între natură şi finanţe. În vreme ce în lumea biologică evoluţia are loc în mediul natural, unde schimbările sunt esenţialmente întâmplătoare (de

---

riscul de operaţiune şi riscul de piaţă, ultimul permiţând folosirea modelelor valorii la risc (VaR). În mod ironic, în lumina evenimentelor din 2007-2008, riscul lichidităţilor este combinat cu alte riscuri sub denumirea de „risc rezidual". Astfel de reguli intră inevitabil în conflict cu tendinţa tuturor băncilor de a-şi reduce capitalul şi de a creşte astfel rentabilitatea capitalului.

* După cum spunea Andrew Lo: „Fondurile de acoperire sunt echivalentul Insulelor Galapagos în domeniul finanţelor... Rata inovaţiilor, evoluţiei, competiţiei, adaptării, naşterii şi dispariţiei, toată gama de fenomene evoluţioniste se desfăşoară într-un ritm extraordinar de rapid".

unde metafora lui Richard Dawkins a ceasornicarului orb), evoluția serviciilor financiare apare într-o structură reglementată și, ca să împrumutăm o expresie a creaționiștilor antidarwiniști, în care un rol îl joacă „planul inteligent". Modificările bruște ale mediului regulator sunt destul de diferite de schimbările bruște ale mediului macroeconomic, care constituie o analogie a schimbărilor din lumea naturală. Din nou, diferența constă în faptul că în cazul mediului financiar există un element endogen care reglează schimbările, pentru că cei implicați sunt adesea braconieri deveniți paznici de vânătoare, care au o bună cunoaștere a modului în care funcționează sectorul privat. Dar rezultatul final e similar cu cel al schimbărilor climatice asupra evoluției biologice. Noi reguli și reglementări pot transforma trăsături pozitive din trecut în unele brusc dezavantajoase. De exemplu, înflorirea și prăbușirea asociațiilor Savings and Loan s-au datorat în mare măsură schimbărilor din mediul legislativ din Statele Unite. Modificările legislative ce vor apărea în urma actualei crizei financiare s-ar putea să aibă consecințe la fel de neprevăzute.

Intențiile declarate ale celor mai multe reglementări sunt menite să mențină stabilitatea din sectorul serviciilor financiare, prin aceasta protejând consumatorii pe care-i slujește și economia „reală" pe care o sprijină industria. Companiile care nu sunt în sfera industriilor financiare sunt socotite mai puțin importante sistemic pentru economie în general și mai puțin decisive pentru nivelul de trai al consumatorului. Colapsul instituțiilor financiare majore, în care clienții mărunți își pierd depozitele, constituie deci un eveniment pe care orice decident (și politician) dorește să-l evite cu orice preț. O veche problemă s-a făcut din nou simțită începând cu august 2007: în ce măsură garanțiile explicite și implicite de salvare a băncilor creează un pericol moral, încurajându-le să-și asume riscuri excesive pe baza ideii că statul va interveni pentru evitarea crizei lichidităților sau chiar a insolvenței dacă instituția respectivă este socotită prea mare pentru a fi lăsată să dea faliment – fiind adică prea importantă din punct de vedere politic sau capabilă să determine totodată și falimentul multor altor firme. Totuși, din perspectivă evoluționistă, problema arată ușor diferit. În fapt s-ar putea să fie de nedorit să existe instituții din categoria „celor prea mari pentru a fi lăsate să dea faliment", pentru că, fără crizele ocazionale ale distrugerii creatoare, procesul evoluționist ar fi stânjenit. Experiența Japoniei din anii 1990 reprezintă un avertisment pentru legiuitori și decidenți, demonstrând că un întreg sector bancar poate deveni un fel de mână moartă din punct de vedere economic dacă instituțiile sale sunt sprijinite în ciuda lipsei lor de performanță și dacă nu sunt eliminate debitele neperformante. Ideea general acceptată este că Lehman Brothers nu trebuia lăsată să dea faliment în septembrie 2008. Cu toate acestea, este dificil de înțeles cum ar fi putut fi salvate, la momentul respectiv, atât Merrill Lynch, cât și Lehman Brothers. Fără îndoială că Trezoreria Statelor Unite a subestimat impactul falimentului Lehman, îndeosebi asupra deținătorilor străini de titluri. Pe de altă parte, cum s-ar fi asigurat Trezoreria că avea să fie adoptată legea ce crea Programul de Asistență a Activelor Neperformante, în valoare de 700 de miliarde de dolari, fără a înrăutăți în mod palpabil criza generată de falimentul Lehman?

Orice șoc din sistemul financiar trebuie să provoace și victime. Lăsată să acționeze în voia sa, selecția naturală trebuie să acționeze rapid pentru eliminarea instituțiilor celor mai slabe de pe piață, care, de obicei, sunt înghițite de cele de succes. Dar cele mai multe crize aduc și reguli și legi noi, deoarece legiuitorii și decidenții se reped să stabilizeze sistemul financiar pentru a proteja clienții/alegătorii. Însă punctul sensibil e acela că posibilitatea de extincție nu poate și nu trebuie să fie eliminată printr-un set de legi excesiv de preventive. Acum mai bine de șaptezeci de ani, Joseph Schumpeter scria: „Sistemul economic nu poate funcționa fără *ultima ratio* a distrugerii definitive a celor care sunt

irecuperabil asociați cu ceea ce este inadaptabil și fără speranță". În concepția sa, asta înseamnă exact dispariția „acelor firme care nu sunt suficient de puternice să supraviețuiască"[30].

Rămâne de văzut dacă măsurile extraordinare luate de guvernele occidentale după septembrie 2008 vor avea efectul dorit de a preveni un colaps total al sistemului financiar sau dacă vor ajunge în realitate să stânjenească procesul evoluției financiare. În Statele Unite, Rezervele Federale și-au redus efectiv rata minimă la zero. Împreună cu Trezoreria și cu Federal Deposit Insurance Corporation, supusă unei presiuni alarmante, le-a oferit instituțiilor financiare împrumuturi, injecții de capital și garanții în valoare de aproximativ 8 bilioane de dolari. Programul de împrumut pentru titluri garantate cu active al Rezervelor Federale va aloca la rândul său 1 bilion de dolari revitalizării procesului de securitizare a împrumuturilor. Cu toate acestea, va fi fără îndoială nevoie de mai mulți bani pentru recapitalizarea sau naționalizarea băncilor, dată fiind insuficiența probabilă a Fondului de Investiții Public-Privat anunțat în februarie. Față de toate aceste măsuri de sprijin al sistemului financiar, stimulul fiscal de 787 de miliarde de dolari al administrației Obama pare o nimica toată.

Prețul salvării de către stat este controlul deținut de stat, iar băncile americane descoperă deja că libertatea lor de acțiune este limitată în ceea ce privește compensațiile directorilor și recrutarea de străini. Ar putea să marcheze această situație o revenire la tipul de control guvernamental al finanțelor la care am asistat ultima oară în perioada interbelică? Desigur, într-o anumită privință criza financiară ne-a catapultat deja înapoi în anii 1940. O consecință directă a tuturor acestor noi cheltuieli va fi o creștere enormă a deficitului guvernamental, care va depăși 12% din PIB sau 44% din totalul cheltuielilor federale în 2009. Decalajul dintre cheltuieli și venitul din impozite nu a mai fost atât de mare de la al Doilea Război Mondial. Enigma la momentul în care scriu este cine va cumpăra noi obligațiuni guvernamentale americane în valoare de 1,75 bilioane de dolari. Chinezii, fideli parteneriatului chimerican? Gospodăriile americane, convertite brusc la cumpătare? Sau Rezervele Federale, înarmate cu tiparnița monetară?

Pe când scriam această carte, am fost adesea întrebat dacă nu cumva i-am dat un titlu greșit. *Ascensiunea banilor* sună hazardat de optimist (mai ales pentru cei care nu fac legătura cu cartea lui Bronowski *Ascensiunea omului*) în toiul celei mai grave crize financiare de după Marea Depresiune. Dar, de acum, pentru cititor este evidentă ascensiunea sistemului nostru financiar de la începuturile sale îndepărtate din perioada zarafilor din Mesopotamia. Este adevărat că au avut loc căderi, contracții și dispariții. Dar nici cele mai nefericite evenimente nu ne-au întors din drum. Deși linia istoriei financiare pare cam zimțuită, traiectoria sa este, fără îndoială, ascendentă.

Este adevărat, i-aș fi putut aduce un omagiu lui Charles Darwin intitulând această carte *Descendența finanțelor*, pentru că istoria pe care v-am prezentat-o este cu adevărat evoluționistă. Atunci când retragem bani de la bancomate, sau investim o parte a salariului lunar în obligațiuni și acțiuni, sau ne asigurăm mașinile, sau ne reipotecăm casele, sau renunțăm să mai investim în țară și ne îndreptăm spre piețele emergente, de fapt intrăm într-un flux de tranzacții cu multe antecedente în istorie.

Există persoane care vorbesc astăzi despre „moartea capitalismului" sau „sfârșitul pieței libere", ca și când statul ar fi cumva o alternativă la piețele financiare. Realitatea istorică, după cum ar trebui să fie deja clar, este aceea că statele și piețele financiare au existat dintotdeauna într-o relație de simbioză. Într-adevăr, fără nevoile finanțelor publice, o bună parte din inovațiile financiare care au creat băncile centrale, piața obligațiunilor și bursa de valori nu ar mai fi existat. Sunt convins, mai mult decât oricând, că până nu

vom înţelege pe deplin originea speciilor financiare, nu vom înţelege niciodată adevărul fundamental al banilor: departe de a fi „un monstru care trebuie pus la locul său", după cum se plângea recent preşedintele Germaniei[31], pieţele financiare sunt ca o oglindă a omenirii, dezvăluind în fiecare ceas al fiecărei zile modul în care ne evaluăm pe noi înşine şi resursele din jurul nostru.

Şi nu e vina oglinzii că ne dezvăluie şi defectele, la fel de bine ca şi frumuseţea noastră.

Mulțumiri

Deşi scrisul este o indeletnicire solitară, nici o carte nu e o aventură singulară. Le sunt îndatorat celor din personalul următoarelor arhive : Muzeul Istoric din Amsterdam ; Biblioteca Naţională din Paris ; British Museum, Londra ; Muzeul Bumbacului de la Casa Bumbacului din Memphis ; Arhivele Naţionale Olandeze, Haga ; Muzeul de Stat din Louisiana, New Orleans ; Arhivele Medici, Arhiva Oraşului Florenţa ; Arhivele Naţionale ale Scoţiei, Edinburgh ; Biblioteca Naţională, Veneţia ; Arhivele Rothschild, Londra ; Arhivele Scottish Widows, Edinburgh. O seamă de oameni de ştiinţă şi bibliotecari au răspuns cu generozitate rugăminţilor mele de a mă sprijini. În mod deosebit, doresc să le aduc mulţumiri următorilor : Melanie Aspey, Tristram Clarke, Florence Groshens, Francesco Guidi-Bruscoli, Greg Lambousy, Valerie Moar, Liesbeth Strasser, Jonathan Taylor şi Lodewijk Wagenaar. Am beneficiat de ajutor nepreţuit din partea lui Andrew Novo.

Mulţumiri deosebite grupului select de experţi în domeniul financiar care au fost de acord să fie intervievaţi şi înregistraţi : Domingo Cavallo, Joseph DiFatta, John Elick, Kenneth Griffin, William Gross, José Piñera, lord Rothschild, sir Evelyn de Rothschild, Richard Scruggs, George Soros, George Stevenson, Carmen Velasco, Paul Volcker, Sherron Watkins şi Robert Zoellick. Am beneficiat mult de pe urma convorbirilor neoficiale purtate cu participanţii la evenimentele organizate de Morgan Stanley şi GLG Partners.

Această carte a apărut în formatul cărţilor Penguin de ambele părţi ale Atlanticului. La New York am avut privilegiul de a fi editat pentru prima dată de Ann Godoff. La Londra, Simon Winder s-a străduit să nu vadă lumina tiparului nici un fel de expresii neinteligibile. Michael Page a făcut o treabă excelentă în calitate de corector. Datorez mulţumiri, de asemenea, următorilor : Richard Duguid, Ruth Stimson, Rosie Glaisher, Alice Dawso, Helen Fraser, Stefan McGrath, Ruth Pinkney şi Penelope Vogler.

Ca şi ultimele mele trei cărţi, *Ascensiunea banilor* a fost de la început şi un serial de televiziune, şi o carte. La Channel 4 sunt îndatorat următorilor : Julian Bellamy, Ralph Lee, Kevin Lygo şi mai ale lui Hamish Mykura. Conflictele noastre ocazionale au fost întotdeauna creatoare. La New York, la W-NET/Channel 13, Stephen Segaller mi-a fost de un nepreţuit ajutor. Sunt, de asemenea, recunoscător în special colectivului de strângere de fonduri de la Channel 13, condus de Barbara Bantivoglio, pentru toate eforturile lor. Şi nici cartea şi nici serialele nu ar fi fost posibile fără extraordinara echipă realizată la Chimerica Media pentru serialul nostru : Dewald Aukema, operatorul nostru fără egal, Rosalind Bentley, cercetătoarea noastră, Vaugham Matthews, cameraman secund, Paul Paragon şi Ronald van der Speck, oameni de sunet, Joanna Potts, producător secund, Vivienne Steel, director de producţie, şi Charlotte Wilkins, coordonator de producţie, fără a o uita pe predecesoarea ei Hedda Archbold. Cât despre Melanie Fall şi Adrian Pennink, tovarăşii mei de la Chimerica, e suficient să spun că fără ei *Ascensiunea banilor* nu s-ar fi ridicat de la sol.

Dintre numeroşii oameni care au ajutat la filmarea serialelor, o seamă dintre ei s-au străduit în mod excepţional să ne ajute. Mulţumesc următorilor : Sergio Ballivian, Rudra Banerji, Matias de Sa Moreira, Makarene Gargliardi, Laurens Grant, Juan Harrington, Fernando Mecklenburg, Alexandra Sanchez, Tiziana Tortarolo, Khaliph Troup, Sebastiano Venturo şi Eelco Vijzelaar. Prietenul meu Chris Wilson a avut grijă să nu pierd nici un avion.

Am fost extrem de norocos să-i am alături pe Andrew Wylie, cel mai grozav agent literar din lume, şi pe Sue Ayton, echivalentul său în lumea televiziunii britanice. Mulţumiri şi pentru James Pullen şi pentru toţi ceilalţi membri ai birourilor din Londra şi New York ai Agenţiei Wylie.

O seamă de istorici, economişti şi oameni de finanţe au avut generozitatea de a citi manuscrisul în întregime sau parţial sau au dezbătut unele probleme-cheie. Vreau să le mulţumesc pentru asta următorilor : Rawi Abdelal, Ewen Cameron Watt, Richart Carty, Rafael DiTella, Mohamed El-Erian, Benjamin Friedman, Brigitte Granville, Laurence Kotlikoff, Robert Litan, George Magnus, Ian Mukherjee, Greg Peters, Richard Roberts, Emmanuel Roman, William Silber, André Stern, Lawrence Summers, Richards Sylla, Nassim Taleb, Peter Temin şi James Tisch. Nu mai e nevoie să subliniez că toate erorile de fapte şi interpretări care mai există îmi aparţin întru totul.

Cercetările pentru această carte şi scrierea ei au fost întreprinse într-o perioadă de considerabile schimbări în viaţa personală. Iar fără înţelegerea şi sprijinul a trei instituţii academice mi-ar fi fost imposibil să duc planul la capăt. La Universitatea Oxford aş vrea să le mulţumesc rectorului şi personalului academic din Colegiul Jesus şi echivalentului lor de la Colegiul Oriel, precum şi bibliotecarilor de la Bodleian. La Institutul Hoover, Stanford, le sunt îndatorat lui John Raisian, director, şi excelentei sale echipe, mai ales lui Jeff Bliss, William Bonnett, Noel Kolak, Richard Sousa, Celeste Szeto, Deborah Ventura şi Dan Wilhelmi. Între colegii de la Hoover care m-au sprijinit sau au inspirat această lucrare se numără : Robert Barro, Stephen Haber, Alvin Rabushka şi Barry Weingast.

Le sunt extrem de îndatorat colegilor mei de la Harvard. Mi-ar lua mult prea mult timp pentru a mulţumi fiecărui membru de la Departamentul de Istorie de la Harvard, aşa că mă opresc doar la cei care au contribuit în mod direct la acest proiect. Charles Maier mi-a fost un permanent izvor de inspiraţie şi prietenie. Jim Hankins mi-a oferit ospitalitate şi m-a ajutat la Florenţa. Doresc să le mulţumesc, de asemenea, lui David Armitage, Erez Manela, Ernest May şi Daniel Sargent (pe care acum l-am pierdut în beneficiul celor de la Berkeley) pentru că au constituit Istoria Internaţională ca un mediu interdisciplinar perfect pentru cercetările istorice. Andrew Gordon şi urmaşul său James Kloppenberg au condus departamentul cu deosebită pricepere şi exactitate. Iar fără Janet Hatch şi echipa sa, cel puţin una dintre cele trei rotiţe esenţiale ale administraţiei, cercetării şi învăţământului s-ar fi sfărâmat.

La Centrul de Studii Europene am avut norocul de a-i întâlni şi schimba idei, printre alţii, cu David Blackbourn, Patricia Craig, Paul Dzus, Patrice Higonnet, Stanley Hoffman, Maya Jasanoff, Katiana Orluc, Anna Popiel, Sandy Selesky, Cindi Skach, Michelle Weitzel şi Daniel Ziblatt.

În anii 2006-2007, colegii mei de la Harvard Business School au fost cei care au dus greul. Mai întâi şi mai întâi, îi mulţumesc decanului Jay Light pentru că mi-a fost aproape în momente dificile. Şi le sunt la fel de recunoscător tuturor membrilor de la Business and Government in the International Economy pentru că mi-au tolerat absenţele nemotivate, în special lui Richard Victor, pe care l-am lăsat singur, ca şi lui Rawi Abdelal, Laura Alfaro, Diego Comin, Arthur Daemmrich, Rafael DiTella, Catherine Duggan, Lakshmi Iyer, Noel Maurer, David Moss, Aldo Musacchio, Forest Reinhardt, Julio Rotemberg, Debora Spar, Gunnar Trumbull, Louis Wells şi Eric Werker. Zac Pelleriti a oferit un vital sprijin administrativ.

Mulţumiri merită şi Steven Bloomfield şi colegii săi de la Centrul de Afaceri Internaţionale Weatherhead, Graham Allison şi toţi ceilalţi de la Centrul Belfer pentru Ştiinţă şi Afaceri Internaţionale, Claudia Goldin şi ceilalţi participanţi la lucrările seminarului de Istoria Economiei, şi ultimelor, dar nu şi cele de pe urmă, Dorothy Austin şi Diana Eck şi tuturor celorlalţi de la Lowell House.

În fine, le mulţumesc tuturor studenţilor mei de pe ambele maluri ale râului Charles, mai ales celor din clasele 10b, anii 1961, 1964 şi 1965. Am învăţat din numeroasele lor lucrări şi din nenumăratele discuţii oficiale şi neoficiale că a lucra la Harvard e o mare bucurie.

În perioada în care a fost scrisă această carte, soţia mea Susan s-a luptat cu consecinţele unui accident sever şi cu alte dificultăţi. Şi le sunt cel mai îndatorat ei şi copiilor noştri, Felix, Freya şi Lachlan. Sper să-i pot răsplăti într-o valută mai puternică.

Cambridge, Massachusetts, iunie 2008

Note

Introducere

1. Mai precis, asta însemna creşterea venitului pe cap de locuitor, după deducerea taxelor, între trimestrul al treilea al anului 2006 şi trimestrul al treilea al anului 2007. De atunci a rămas acelaşi, înregistrând o creştere nesemnificativă între martie 2C şi martie 2008. Date din Economic Report of the President 2008, table B-3 r : http://wv. ..gpoaccess.gov/eopl.
2. Carmen DeNavas-Walt, Bernadette D. Proctor şi Jessica Smith, Income, *Poverty and Health Insurance Coverage in the United States : 2006* (Washington, DC, august 2007), p. 4.
3. *We See Opportunity : Goldman Sachs 2007 Annual Report* (New York, 2008).
4. Paul Collier, *The Bottom Billion : Why the Poorest Countries Are Failing and What Can Be Done about It* (Oxford, 2007).
5. David Wessel, „A Source of our Bubble Trouble", *Wall Street Journal*, 17 ianuarie 2008.
6. Stephen Roach, „Special Compendium : Lyford Cay 2006", *Morgan Stanley Research* (21 noiembrie 2006), p. 4.
7. Stephen Roach, „Special Compendium : Lyford Cay 2006", *Morgan Stanley Research* (21 noiembrie 2006), p. 4.
8. *Princeton Survey Research Associates International*, pregătit pentru National Foundation for Credit Counseling, „Financial Literacy Survey", 19 aprilie 2007 : http://www.nfcc.org/NFCC_Summary Report_ToplineFinal.pdf.
9. Alexander R. Konrad, „Finance Basics Elude Citizens", *Harvard Crimson*, 2 februarie 2008.
10. Associated Press, „Teens Still Lack Financial Literacy, Survey Finds", 5 aprilie 2006 : http://www.msnbc.msn.com/id/12168872/.

Capitolul 1

Visuri de lăcomie

1. „A World without Money", *Socialist Standard* (iulie 1979). Pasajul este un extras tradus din „Les Amis de Quatre Millions de Jeunes Travailleurs", *Un Monde sans Argent : Le Communisme* (Paris, 1975-1976) : http://www.geocities.com/~johngray/stanmond.htm.
2. Este adevărat, Marx şi Engels nu au recomandat abolirea banilor, ci „centralizarea creditului în mâinile statului prin intermediul unei bănci centrale cu capital de stat şi monopol exclusiv" : cea de-a cincea prevedere din *Manifestul Partidului Comunist*.
3. Juan Forero, „Amazonian Tribe Suddenly Leaves Jungle Home", 11 mai 2006 : http://www.entheology.org/edoto/anmviewer.asp?a=244.
4. Clifford Smyth, *Francisco Pizarro and the Conquest of Peru* (Whitefish, Montana, 2007 [1931]).
5. Michael Wood, *Conquistadors* (Londra, 2001), p. 128.

6. Pentru o descriere vie din perspectiva dominantă a conchistadorilor, care arată limpede că motivul lor principal era aurul, vezi scrisoarea din noiembrie 1533 a lui Hernando Pizarro către Consiliul Regal din Santo Domingo, în Clements R. Markham (ed.), *Reports on the Discovery of Peru* (Londra, 1872), pp. 113-127.
7. M.A. Burkholder, *Colonial Latin America* (ediţia a II-a, Oxford, 1994), p. 46.
8. J. Hemming, *Conquest of the Incas* (Londra, 2004), p. 77.
9. *Ibid.*, p. 355.
10. Wood, *Conquistadors*, pp. 38, 148.
11. Hemming, *Conquest*, p. 392.
12. P. Bakewell, *A History of Latin America* (ediţia a II-a, Oxford, 2004), p. 186.
13. Hemming, *Conquest*, pp. 356ff.
14. Vezi Alexander Murray, *Reason and Society in the Middle Ages* (Oxford, 2002), pp. 25-58.
15. Vezi Thomas J. Sargent şi François R. Velde, *The Big Problem of Small Change* (Princeton, NJ, 2002).
16. Bakewell, *Hlistory of Latin America*, p. 182.
17. Mauricio Drelichman şi Hans-Joachim Voth, „Institutions and the Resource Curse in Early Modern Spain", lucrare prezentată la CIAR Institutions, Organizations, and Growth Program Meeting din Toronto, 16-18 martie 2007.
18. Hans J. Nissen, Peter Damerow şi Robert K. Englund, *Archaic Bookkeeping : Early Writing and Techniques of Economic Administration in the Ancient Near East* (Londra, 1993).
19. Mulţumiri domnului dr. John Taylor de la British Museum pentru îndrumările sale excelente şi ajutorul acordat în descifrarea inscripţiilor cuneiforme. Am învăţat, de asemenea, multe din „muzeul virtual" al lui Martin Schubik de la Yale : http : //www.museumofmoney.org/babylon/.
20. Glyn Davies, *A History of Money : From Ancient Times to the Present Day* (Cardiff, 1994) ; Jonathan Williams împreună cu Joe Cribb şi Elizabeth Errington (eds.), *Money : A History* (Londra, 1997).
21. Vezi Marc Van De Mieroop, *Society and Enterprise in Old Babylonian Ur* (Berlin, 1992), şi eseurile din Michael Hudson şi Marc Van De Mieroop (eds.), *Debt and Economic Renewal in the Ancient Near East*, vol. III (Bethesda, MD, 1998) ; Jack M. Sassoon, Gary Beckman şi Karen S. Rubinson, *Civilizations of the Ancient Near East*, vol. III (Londra, 2000).
22. William N. Goetzmann, „Fibonacci and the Financial Revolution", *NBER Working Paper 10352* (martie 2004).
23. John H. Munro, „The Medieval Origins of the Financial Revolution : Usury, Rentes, and Negotiability", *International History Review*, 25, 3 (septembrie 2003), pp. 505-562.
24. Pentru avantajele pe care le câştigau oraşele italiene protejând comunităţile evreieşti, vezi Maristella Botticini, „A Tale of «Benevolent» Governments : Private Credit Markets, Public Finance, and the Role of Jewish Lenders in Renaissance Italy", *Journal of Economic History*, 60, 1 (martie 2000), pp. 164-189.
25. Frederic C. Lane, *Venice : A Maritime Republic* (Baltimore, 1973), p. 300.
26. *Idem*, „Venetian Bankers, 1496-1533 : A Study in the Early Stages of Deposit Banking", *Journal of Political Economy*, 45, 2 (aprilie 1937), pp. 87-206.
27. Benjamin C.I. Ravid, „The First Charter of the Jewish Merchants of Venice", *AJS Review*, 1 (1976), pp. 190 şi urm.
28. *Idem*, „The Legal Status of the Jewish Merchants of Venice, 1541-1638", *Journal of Economic History*, 35, 1 (martie 1975), pp. 274-279.
29. Rhiannon Edward, „Loan Shark Charged 110 per cent Interest", *Scotsman*, 18 august 2006.
30. John Hale, *The Civilization of Europe in the Renaissance* (Londra, 1993), p. 83.
31. Gene A. Brucker, „The Medici in the Fourteenth Century", *Speculum*, 32, 1 (ianuarie 1957), p. 13.
32. John H. Munro, „The Medieval Origins of the Financial Revolution : Usury, Rentes, and Negotiability", *International History Review*, 25, 3 (septembrie 2003), pp. 505-562.

33. Richard A. Goldthwaite, „The Medici Bank and the World of Florentine Capitalism", *Past and Present*, 114 (februarie 1987), pp. 3-31. Pentru contextul afirmării familiei Medici, vezi Raymond de Roover, *The Rise and Decline of the Medici Bank, 1397-1494* (Cambridge, MA, 1963), pp. 9-34.
34. Arhivele de Stat ale Veneției, Mediceo Avanti Principato, MAP 133, 134, 153.
35. Franz-Josef Arlinghaus, „Bookkeeping, Double-entry Bookkeeping", în Christopher Kleinhenz (ed.), *Medieval Italy : An Encyclopedia*, vol. 1 (New York, 2004). Cea dintâi carte care descrie această metodă este cea a lui Benedetto Cotrugli *Il libro dell'arte di mercatura*, publicată în 1458.
36. Raymond de Roover, „The Medici Bank : Organization and Management", *Journal of Economic History*, 6, 1 (mai 1946), pp. 24-52.
37. Arhivele de Stat ale Veneției, Archivio del Monte, Catasto of 1427. Îi sunt recunoscător domnului Francesco Guidi pentru sfaturile sale privind documentele Medici din Arhivele de Stat ale Florenței.
38. Raymond de Roover, „The Decline of the Medici Bank", *Journal of Economic History*, 7, 1 (mai 1947), pp. 69-82.
39. Stephen Quinn și William Roberds, „The Big Problem of Large Bills : The Bank of Amsterdam and the Origins of Central Banking", *Federal Reserve Bank of Atlanta Working Paper, 2005-2016* (august 2005).
40. Vezi, spre exemplu, Peter L. Rousseau și Richard Sylla, „Financial Systems, Economic Growth, and Globalization", in Michael D. Bordo, Alan M. Tayor și Jeffrey G. Williamson (eds.), *Globalization in Historical Perspective* (Chicago/Londra, 2003), pp. 373-416.
41. Vezi Charles P. Kindleberger, *A Financial History of Western Europe* (Londra, 1984), p. 94.
42. Walter Bagehot, *Lombard Street : A Description of the Money Market* (Londra, 1873).
43. Citat în Kindleberger, *Financial History*, p. 87.
44. Niall Ferguson și Oliver Wyman, *The Evolution of Financial Services : Making Sense of the Past, Preparing for the Future* (Londra/New York, 2007), p. 34. Vezi și p. 40 pentru o evaluare complexă a lichidității globale.
45. *Ibid.*, p. 63.
46. *Ibid.*, p. 48.
47. http : //www.bis.org/statistics/bankstats.htm.
48. Lord [Victor] Rothschild, *Meditations of a Broomstick* (Londra, 1977) p. 17.

Capitolul 2

Robia obligațiunilor

1. David Wessel și Thomas T. Vogel Jr., „Arcane World of Bonds is Guide and Beacon to a Populist President", *Wall Street Journal*, 25 februarie 1993, p. A1.
2. Raymond Goldsmith, *Premodern Financial Systems* (Cambridge, 1987), pp. 157 și urm., 164-169.
3. Vezi M. Veseth, *Mountains of Debt : Crisis and Change in Renaissance Florence, Victorian Britain and Postwar America* (New York/Oxford, 1990).
4. John H. Munro, „The Origins of the Modem Financial Revolution : Responses to Impediments from Church and State in Western Europe, 1200-1600", *University of Toronto Working Paper*, 2 (6 iulie 2001), p. 7.
5. James Macdonald, *A Free Nation Deep in Debt : The Financial Roots of Democracy* (New York, 2003), pp. 81 și urm.
6. Jean-Claude Hocquet, „City-State and Market Economy", în Richard Bonney (ed.), *Economic Systems and State Finance* (Oxford, 1995), pp. 87-91.

7. Jean-Claude Hocquet, „Venice", în Richard Bonney (ed.), *The Rise of the Fiscal State in Europe, c. 1200-1815* (Oxford, 1999), p. 395.
8. Frederic C. Lane, *Venice : A Maritime Republic* (Baltimore, 1973), p 323.
9. *Idem*, „Venetian Bankers, 1496-1533 : A Study in the Early Stages of Deposit Banking", *Journal of Political Economy*, 45, 2 (aprilie 1937), pp. 197 şi urm.
10. Munro, „Origins of the Modern Financial Revolution", pp. 15 şi urm.
11. Martin Körner, „Public Credit", în Richard Bonney (ed.), *Economic Systems and State Finance* (Oxford, 1995), pp. 520 şi urm., 524 şi urm. Vezi şi Juan Gelabert, „Castile, 1504-1808", în Richard Bonney (ed.), *The Rise of the Fiscal State in Europe, c. 1200-1815* (Oxford, 1999), pp. 208ff.
12. Marjolein 't Hart, „The United Provinces 1579-1806", în Richard Bonney (ed.), *The Rise of the Fiscal State in Europe, c. 1200-1815* (Oxford, 1999), pp. 311 şi urm.
13. Douglass C. North şi Barry R. Weingast, „Constitutions and Commitment : The Evolution of Institutions Governing Public Choice in Seventeenth-Century England", *Journal of Economic History*, 49, 4 (1989), pp. 803-832. Evaluarea clasică a revoluţiei financiare a Marii Britanii e făcută de P.G M. Dickson, *The Financial Revolution in England : A Study in the Development of Public Credit, 1688-1556* (Londra, 1967).
14. Cea mai bună evaluare a crizei financiare a Vechiului Regim e făcută de J.F. Bosher, *French Finances, 1570-1795* (Cambridge, 1970).
15. Larry Neal, *The Rise of Financial Capitalism : International Capital Markets in the Age of Reason* (Cambridge, 1990).
16. *Hansard*, serie nouă, vol. XVIII, pp. 540-543.
17. Pentru o relatare detaliată, vezi Niall Ferguson, *The World's Banker : The History of the House of Rothschild* (Londra, 1998). Vezi şi Herbert H. Kaplan, *Nathan Mayer Rothschild and the Creation of a Dynasty : The Critical Years, 1806-1816* (Stanford, 2006).
18. Rothschild Archive, Londra, XI/109, Nathan Rothschild către fraţii săi Amschel, Carl şi James, 2 ianuarie 1816.
19. Rothschild Archive, Londra, XI/109/2/2/156, Salomon, Paris, către Nathan, Londra, 29 octombrie 1815.
20. Vezi Lord (Victor) Rotschild, *The Shadow of a Great Man* (Londra, 1982).
21. Philip Ziegler, *The Sixth Great Power : Barings, 1762-1929* (Londra, 1988), pp. 94 şi urm.
22. Heinrich Heine, *Ludwig Borne – ein Denkschrift : Sämtliche Schriften*, vol. IV (München, 1971), p. 27.
23. Heinrich Heine, „Lutetia", în *Sämtliche Schriften*, vol. V (München, 1971), pp. 321 şi urm., 353.
24. Anonim, *The Hebrew Talisman* (Londra, 1840), pp. 28 şi urm.
25. Henry Iliowzi, *„In the Pale" : Stories and Legends of the Russian Jews* (Philadelphia, 1897).
26. Richard McGregor, „Chinese Buy into Conspiracy Theory", *Financial Times*, 26 septembrie 2007.
27. Marc Flandreau şi Juan H. Flores, „Bonds and Brands : Lessons from the 1820s", Center for Economic Policy Research Discussion Paper, 6420 (august 2007).
28. Pentru o listă mai completă a tuturor problemelor legate de obligaţiuni cu care a fost asociată familia Rotschild în vreun fel, vezi J. Ayer, *A Century of Finance, 1804 to 1904 : The London House of Rothschild* (Londra, 1904), pp. 14-42.
29. Pentru Amsterdam, vezi James C. Riley, *International Government Finance and the Amsterdam Capital Market* (Cambridge, 1980), pp. 119-194.
30. Niall Ferguson, „The First «Eurobonds» : The Rothschilds and the Financing of the Holy Alliance, 1818-1822", în William N. Goetzmann şi K. Geert Rouwenhorst (eds.), *The Origins of Value : The Financial Innovations that Created Modern Capital Markets* (Oxford, 2005), pp. 311-323.
31. Johann Heinrich Bender, *Über den Verkehr mit Staatspapieren in seinen Hauptrichtungen... Als Beylageheft zum Archiv für die Civilist[ische] Praxis*, vol. VIII (Heidelberg, 1825), pp. 6 şi urm.

32. Heine, *Ludwig Borne*, p. 28.
33. Alfred Rubens, *Anglo-Jewish Portraits* (Londra, 1935), p. 299.
34. *The Times*, 15 ianuarie 1821.
35. Bertrand Gille, *Histoire de la Maison Rothschild*, vol. I : *Des origines à 1848* (Geneva, 1965), p. 487.
36. Richard Hofstadter, *The Age of Reform from Bryan to F.D R.* (Londra, 1962), pp. 75 şi urm.
37. Hermann Fürst Pückler, *Briefe eines Verstorbenen*, ed. Heinz Ohff (Kupfergraben, 1986), p. 7.
38. J.A. Hobson, *Imperialism : A Study* (Londra, 1902), partea I, capitolul 4.
39. Vezi, de exemplu, Douglas B. Ball, *Financial Failure and Confederate Defeat* (Urbana, 1991).
40. Irving Katz, *August Belmont : A Political Biography* (New York, 1968), mai ales pp. 96-99.
41. S. Diamond (ed.), *A Casual View of America : The Home Letters of Salomon de Rothschild, 1859-1861* (Londra, 1962).
42. Vezi Rudolf Glanz, „The Rothschild Legend in America", *Jewish Social Studies*, 19 (1957), pp. 3-28.
43. Marc D. Weidenmier, „The Market for Confederate Cotton Bonds", *Explorations in Economic History*, 37 (2000), pp. 76-97. Vezi şi *idem*, „Turning Points in the US Civil War : Views from the Grayback Market", *Southern Economic Journal*, 68, 4 (2002), pp. 875-890.
44. Vezi W.O. Henderson, *The Lancashire Cotton Famine : 1861-1865* (Manchester, 1934) ; Thomas Ellison, *The Cotton Trade of Great Britain* (New York, 1968 [1886]).
45. Marc D. Weidenmier, „Comrades in Bonds : The Subsidized Sale of Confederate War Debt to British Leaders", Claremont McKenna College Working Paper (februarie 2003).
46. Richard Roberts, *Schroders : Merchants and Bankers* (Basingstoke, 1992.), pp. 66 şi urm.
47. Richard C.K. Burdekin şi Marc D. Weidenmier, „Inflation is Always and Everywhere a Monetary Phenomenon : Richmond vs. Houston in 1864", *American Economic Review*, 91, 5 (decembrie 2001), pp. 1621-1630.
48. Richard Burdekin şi Marc Weidenmier, „Suppressing Asset Price Inflation : The Confederate Experience, 1861-1865", *Economic Inquiry*, 41, 3 (iulie 2003), 420-432. Compară cu Eugene M. Lerner, „Money, Prices and Wages in the Confederacy, 1861-65", *Journal of Political Economy*, 63, 1 (februarie 1955), pp. 20-40.
49. Frank Griffith Dawson, *The First Latin American Debt Crisis* (Londra, 1990).
50. Kris James Mitchener şi Marc Weidenmier, „Supersanctions and Sovereign Debt Repayment", NBER Working Paper 11472 (2005).
51. Niall Ferguson şi Moritz Schularick, „The Empire Effect : The Determinants of Country Risk in the First Age of Globalization, 1880-1913", *Journal of Economic History*, 66, 2 (iunie 2006), pp. 283-312.
52. Kris James Mitchener şi Marc Weidenmier, „Empire, Public Goods, and the Roosevelt Corollary", *Journal of Economic History*, 65 (2005), pp. 658-692.
53. William Cobbett, *Rural Rides* (Londra, 1985 [1830]), p. 117.
54. *Ibid.*, pp. 34, 53.
55. M. de Cecco, *Money and Empire : The International Gold Standard, 1890-1914* (Oxford, 1973).
56. Theo Balderston, „War Finance and Inflation in Britain and Germany, 1914-1918", *Economic History Review*, 42, 2 (mai 1989), pp. 222-244.
57. Calculate de B.R. Mitchell, *International Historical Statistics : Europe, 1750-1993* (Londra, 1998), pp. 358 şi urm.
58. Jay Winter şi Jean-Louis Robert (eds.), *Capital Cities at War : Paris, London, Berlin 1914-1919*, Studies in the Social and Cultural History of Modern Warfare, nr. 2 (Cambridge, 1997), p. 259.
59. Gerald D. Feldman, *The Great Disorder : Politics, Economy and Society in the German Inflation, 1914-1924* (Oxford/New York, 1997), pp. 211-254.
60. Elias Canetti, *Crowds and Power* (New York, 1988), p. 186.

61. John Maynard Keynes, *A Tract on Monetary Reform*, retipărit in *Collected Writings*, vol. IV (Cambridge, 1971), pp. 3, 29, 36.
62. John Maynard Keynes, *The Economic Consequences of the Peace* (Londra, 1919), pp. 220-233.
63. Frank Whitson Fetter, „Lenin, Keynes and Inflation", *Economica*, 44, 173 (februarie 1977), p. 78.
64. William C. Smith, „Democracy, Distributional Conflicts and Macro-economic Policymaking in Argentina, 1983-89", *Journal of Inter-american Studies and World Affairs*, 32, 2 (vara 1990), pp. 1-42. Compară cu Rafael Di Telia şi Ingrid Vogel, „The Argentine Paradox : Economic Growth and Populist Tradition", Harvard Business School Case 9-702-001 (2001).
65. Jorge Luis Borges, „The Garden of Forking Paths", în *idem*, *Labyrinth : Selected Stories and Other Writings*, ed. Donald A. Yates şi James E. Irby (Harmondsworth, 1970), pp. 50 şi urm. [ed. rom. : Jorge Luis Borges, „Grădina cu cărări ce se bifurcă", în *idem*, *Proză completă 1*, traduceri şi note de Irina Dogaru, Cristina Hăulică şi Andrei Ionescu, cuvânt înainte, tabel cronologic, prezentări şi ediţie îngrijită de Andrei Ionescu, Polirom, Iaşi, 2015, pp. 441, 443 – n.tr.].
66. Ferguson, *World's Banker*, capitolul 27.
67. Mai multe detalii în Gerardo della Paolera şi Alan M. Taylor, *Straining at the Anchor : The Argentine Currency Board and the Search for Macroeconomic Stability, 1880-1935* (Chicago, 2001).
68. „A Victory by Default", *Economist*, 3 martie 2005.
69. Pentru o discuţie recentă pe acest subiect, vezi Michael Tomz, *Reputation and International Cooperation : Sovereign Debt across Three Centuries* (Princeton, 2007).
70. Pentru Marea Inflaţie, vezi Fabrice Collard şi Harris Dellas, „The Great Inflation of the 1970s", Working Paper (1 octombrie 2003) ; Edward Nelson, „The Great Inflation of the Seventies : What Really Happened ? ", Federal Reserve Bank of St Louis Working Paper, 2004-001 (ianuarie 2004) ; Allan H. Meltzer, „Origins of the Great Inflation", *Federal Reserve Bank of St Louis Review*, partea a II-a (martie/aprilie 2005), pp. 145-175.
71. Cele 11 pieţe sunt : Australia, Canada, Franţa, Germania, Hong Kong, Irlanda, Japonia, Olanda, Elveţia, Marea Britanie şi Statele Unite. Vezi Watson Wyatt, „Global Pension Fund Assets Rise and Fall" : http ://www.watsonwyatt.com/news/press.asp ?ID=18579.
72. CNN, 9 iulie 2000.
73. Depoziţia preşedintelui Alan Greenspan, Federal Reserve Board's semi-annual Monetary Policy Report to the Congress, before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, US Senate, 16 februarie 2005.

Capitolul 3

Cum se sparg bulele

1. Pentru contribuţiile recente la o vastă literatură, vezi Timothy Guinnane, Ron Harris, Naomi R. Lamoreaux şi Jean-Laurent Rosenthal, „Putting the Corporation in its Place", NBER Working Paper 13109 (mai 2007).
2. Vezi în special Robert J. Shiller, *Irrational Exuberance* (ediţia a II-a, Princeton, 2005).
3. Vezi Charles P. Kindleberger, *Manias, Panics and Crashes : A History of Financial Crises* (ediţia a III-a, New York/Chichester/Brisbane/Toronto/Singapore, 1996), pp. 12-16. Kindleberger s-a inspirat din lucrările de pionierat ale Hyman Minsky. Pentru două dintre lucrările sale cheie, vezi Hyman P. Minsky, „Longer Waves in Financial Relations : Financial Factors in the More Severe Depressions", *American Economic Review*, 54, 3 (mai 1964), pp. 324-335 ; *idem*, „Financial Instability Revisited : The Economics of Disaster", în *idem* (ed.), *Inflation, Recession and Economic Policy* (Brighton, 1982), pp. 117-161.

4. Kindleberger, *Manias*, p. 14.
5. „The Death of Equities", *Business Week*, 13 august 1979.
6. „Dow 36,000", *Business Week*, 27 septembrie 1999.
7. William N. Goetzmann şi Philippe Jorion, „Global Stock Markets in the Twentieth Century", *Journal of Finance*, 54, 3 (iunie 1999), pp. 953-980.
8. Jeremy J. Siegel, *Stocks for the Long Run : The Definitive Guide to Financial Market Returns and Long-Term Investment Strategies* (New York, 2000).
9. Elroy Dimson, Paul Marsh şi Mike Stanton, *Triumph of the Optimists : 101 Years of Global Investment Returns* (Princeton, 2002).
10. Paul Frentrop, *A History of Corporate Governance 1602-2002* (Bruxelles, 2003), pp. 49-51.
11. Ronald Findlay şi Kevin H. O'Rourke, *Power and Plenty : Trade, War, and the World Economy in the Second Millennium* (Princeton, 2007), p. 178.
12. Frentrop, *Corporate Governance*, p. 59.
13. Pentru ambivalenţa capitalismului calvinist în Republica Olandeză, vezi Simon Schama, *The Embarrassment of Riches : An Interpretation of Dutch Culture in the Golden Age* (New York, 1997 [1987]).
14. John P. Shelton, „The First Printed Share Certificate : An Important Link in Financial History", *Business History Review*, 39, 3 (toamna 1965), p. 396.
15. Shelton, „First Printed Share Certificate", pp. 400 şi urm.
16. Engel Sluiter, „Dutch Maritime Power and the Colonial Status Quo, 1585-1641", *Pacific Historical Review*, 11, 1 (martie 1942), p. 33.
17. *Ibid.*, p. 34.
18. Frentrop, *Corporate Governance*, pp. 69 şi urm.
19. Larry Neal, „Venture Shares of the Dutch East India Company", în William N. Goetzmann şi K. Geert Rouwenhorst (eds.), *The Origins of Value : The Financial Innovations that Created Modern Capital Markets* (Oxford, 2005), p. 167.
20. Neal, „Venture Shares", p. 169.
21. Schama, *Embarrassment of Riches*, p. 349.
22. *Ibid.*, p. 339.
23. Neal, „Venture Shares", p. 169.
24. Frentrop, *Corporate Governance*, p. 85.
25. *Ibid.*, pp. 95 şi urm.
26. *Ibid.*, p. 103. *Cf.* Neal, „Venture Shares", p. 171.
27. Neal, „Venture Shares", p. 166.
28. Findlay şi O'Rourke, *Power and Plenty*, p. 178.
29. *Ibid.*, pp. 179-183. *Cf.* Sluiter, „Dutch Maritime Power", p. 32.
30. Findlay şi O'Rourke, *Power and Plenty*, p. 208.
31. Femme S. Gaastra, „War, Competition and Collaboration : Relations between the English and Dutch East India Company in the Seventeenth and Eighteenth Centuries", in H.V. Bowen, Margarette Lincoln şi Nigel Ribgy (eds.), *The Worlds of the East India Company* (Leicester, 2002), p. 51.
32. Gaastra, „War, Competition and Collaboration", p. 58.
33. Ann M. Carlos şi Stephen Nicholas, „«Giants of an Earlier Capitalism» : The Chartered Trading Companies as Modern Multinationals", *Business History Review*, 62, 3 (toamna 1988), pp. 398-419.
34. Gaastra, „War, Competition and Collaboration", p. 51.
35. Findlay şi O'Rourke, *Power and Plenty*, p. 183.
36. *Ibid.*, p. 185, figura 4.5.
37. Gaastra, „War, Competition and Collaboration", p. 55.
38. Jan de Vries şi A. van der Woude, *The First Modern Economy : Success, Failure and Perseverance of the Dutch Economy, 1500-1815* (Cambridge, 1997), p. 396.

39. Andrew McFarland Davis, „An Historical Study of Law"s System", *Quarterly Journal of Economics*, 1, 3 (aprilie 1887), p. 292.
40. H. Montgomery Hyde, *John Law : The History of an Honest Adventurer* (Londra, 1969), p. 83.
41. Earl J. Hamilton, „Prices and Wages at Paris under John Law"s System", *Quarterly Journal of Economics*, 51, 1 (noiembrie 1936), p. 43.
42. Davis, „Law's System", p. 300.
43. *Ibid.*, p. 305.
44. Thomas E. Kaiser, „Money, Despotism, and Public Opinion in Early Eighteenth-Century Finance : John Law and the Debate on Royal Credit", *Journal of Modern History*, 63, 1 (martie 1991), p. 6.
45. Max J. Wasserman şi Frank H. Beach, „Some Neglected Monetary Theories of John Law", *American Economic Review*, 24, 4 (decembrie 1934), p. 653.
46. James Macdonald, *A Free Nation Deep in Debt : The Financial Roots of Democracy* (New York, 2003), p. 192.
47. Kaiser, „Money", p. 12.
48. *Ibid.*, p. 18.
49. Hamilton, „Prices and Wages", p. 47.
50. Davis, „Law's System", p. 317.
51. Antoin E. Murphy, *John Law : Economic Theorist and Policy-Maker* (Oxford, 1997), p. 233.
52. Hamilton, „Prices and Wages", p. 55.
53. Murphy, *John Law*, p. 201.
54. *Ibid.*, p. 190.
55. Vezi Larry Neal, *The Rise of Financial Capitalism : International Capital Markets in the Age of Reason* (Cambridge, 1990), p. 74.
56. Kaiser, „Money", p. 22.
57. Pentru amănunte privind exodul speculatorilor englezi care au părăsit Parisul in noiembrie şi decembrie, vezi Neal, *Financial Capitalism*, p. 68.
58. Murphy, *John Law*, pp. 213 şi urm.
59. *Ibid.*, p. 205.
60. Lord Wharncliffe (ed.), *The Letters and Works of Lady Mary Wortley Montagu* (Paris, 1837), pp. 321 şi urm.
61. Earl J. Hamilton, „John Law of Lauriston : Banker, Gamester, Merchant, Chief ? ", *American Economic Review*, 57, 2 (mai 1967), p. 273.
62. Murphy, *John Law*, pp. 201-202.
63. Hamilton, „John Law", p. 276.
64. Murphy, *John Law*, p. 239. Compară cu Hamilton, „Prices and Wages", p. 60.
65. Kaiser, „Money", pp. 16, 20.
66. *Ibid.*, p. 22.
67. Murphy, *John Law*, p. 235.
68. *Ibid.*, p. 250.
69. Hyde, *Law*, p. 159.
70. Schama, *Embarrassment of Riches*, pp. 366 şi urm.
71. *Ibid.*, pp. 367 şi urm.
72. Pentru o relatare diferită, vezi Neal, *Financial Capitalism*, pp. 89-117 ; Edward Chancellor, *Devil Take the Hindmost : A History of Financial Speculation* (Londra, 1999), pp. 58-95.
73. Chancellor, *Devil Take the Hindmost*, p. 64.
74. *Ibid.*, p. 84.
75. Neal, *Financial Capitalism*, pp. 90, 111 şi urm. După cum remarcă Neal, un investitor care a cumpărat acţiuni la Compania Mărilor Sudului la inceputul lui 1720 şi le-a vândut la sfârşitul anului, fără să ţină seama de bula apărută intre timp, ar fi realizat totuşi un profit anual de 356%.

76. Julian Hoppitt, „The Myths of the South Sea Bubble", *Transactions of the Royal Historical Society*, 12 (2002), pp. 141-165.
77. Tom Nicholas, „Trouble with a Bubble", Harvard Business School Case N9-807-146 (28 februarie 2007), p. 1.
78. William L. Silber, *When Washington Shut Down Wall Street : The Great Financial Crisis of 1914 and the Origins of America's Monetary Supremacy* (Princeton, 2006).
79. Niall Ferguson, „Political Risk and the International Bond Market between the 1848 Revolution and the Outbreak of the First World War", *Economic History Review*, 59, 1 (februarie 2006), pp. 70-112.
80. *New York Times*, 23 octombrie 1929.
81. Nicholas, „Trouble with a Bubble", p. 4.
82. *Ibid.*, p. 6.
83. Chancellor, *Devil Take the Hindmost*, pp. 199 şi urm.
84. Vezi Milton Friedman şi Anna J. Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867-1960* (Princeton, 1963), pp. 299-419. Capitolul „The Great Contraction" ar trebui să fie o lectură obligatorie pentru toţi cei din domeniul finanţelor.
85. *Ibid.*, pp. 309 şi urm., n. 9. Oricine va citi această notă de subsol va înţelege de ce Rezervele Federale s-au mişcat atât de repede şi de generos pentru a se asigura că JPMorgan a cumpărat Bear Stearns în martie 2007.
86. *Ibid.*, p. 315.
87. *Ibid.*, p. 317.
88. *Ibid.*, p. 396.
89. *Ibid.*, p. 325.
90. *Ibid.*, p. 328.
91. US Department of Commerce Bureau of the Census, *Historical Statistics of the United States : Colonial Times to 1970* (Washington, DC, 1975), p. 1019.
92. Barry Eichengreen, *Golden Fetters : The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939* (New York/Oxford, 1992). Vezi şi *idem*, „The Origins and Nature of the Great Slump Revisited", *Economic History Review*, 45, 2 (mai 1992), pp. 213-239.
93. Vezi, de exemplu, Ben S. Bernanke, „The Macroeconomics of the Great Depression : A Comparative Approach", NBER Working Paper 4814 (august 1994).
94. Hyman P. Minsky, „Introduction : Can «It» Happen Again? A Reprise", in *idem* (ed.), *Inflation, Recession and Economic Policy* (Brighton, 1982), p. xi.
95. Indicele a scăzut cu 10% sau mai mult chiar în 23 de ani dintre cei 113.
96. Vezi Nicholas Brady, James C. Cotting, Robert G. Kirby, John R. Opel şi Howard M. Stein, *Report of the Presidential Task Force on Market Mechanisms, submitted to the President of the United States, the Secretary of the Treasury and the Chairman of the Federal Reserve Board* (Washington, DC, ianuarie 1988). De un interes deosebit pentru istoric este comparaţia cu anul 1929 : vezi anexa VIII, pp. 1-13.
97. James Dale Davidson şi William Rees-Mogg, *The Great Reckoning : How the World Will Change in the Depression of the 1990's* (Londra, 1991).
98. Pentru versiunea lui Greenspan asupra evenimentelor, vezi Alan Greenspan, *The Age of Turbulence : Adventures in a New World* (New York, 2007), pp. 100-110.
99. Greenspan, *Age of Turbulence*, p. 166.
100. *Ibid.*, p. 167.
101. *Ibid.*, pp. 190-195.
102. *Ibid.*, pp. 200 şi urm.
103. Cea mai bună relatare rămâne Bethany McLean şi Peter Elkind, *The Smartest Guys in the Room : The Amazing Rise and Scandalous Fall of Enron* (New York, 2003).
104. *Ibid.*, p. 55.
105. Vezi şi propria relatare a evenimentelor in Mimi Swartz şi Sherron Watkins, *Power Failure : The Inside Story of the Collapse of Enron* (New York, 2003).

Capitolul 4

Revenirea riscului

1. Rawle O. King, „Hurricane Katrina: Insurance Losses and National Capacities for Financing Disaster Risks", Congressional Research Service Report for Congress, 31 ianuarie 2008, tabelul I.
2. Joseph B. Treaster, „A Lawyer Like a Hurricane: Facing Off Against Asbestos, Tobacco and Now Home Insurers", *New York Times*, 16 martie 2007.
3. Pentru detalii, vezi Richard F. Scruggs, „Hurricane Katrina: Issues and Observations", American Enterprise Institute-Brookings Judicial Symposium, „Insurance and Risk Allocation in America: Economics, Law and Regulation", Georgetown Law Center, 20-22 septembrie 2006.
4. Detalii la http://www.usa.gov/Citizen/Topics/PublicSafety/Hurricane_Katrina_Recovery.shtml, http://katrina.louisiana.gov/index.html și http://www.ldi.state.la.us/HurricaneKatrina.htm.
5. Peter Lattman, „Plaintiffs Laywer Scruggs is Indicted on Bribery Charges", *Wall Street Journal*, 29 noiembrie 2007; Ashby Jones și Paulo Prada, „Richard Scruggs Pleads Guilty", *ibid.*, 15 martie 2008.
6. King, „Hurricane Katrina", p. 4.
7. Naomi Klein, *The Shock Doctrine: The Rise of Disaster Capitalism* (New York, 2007).
8. http://www.nhc.noaa.gov/pastdec.shtml.
9. John Schwartz, „One Billion Dollars Later, New Orleans is Still at Risk", *New York Times*, 17 august 2007.
10. Michael Lewis, „In Nature's Casino", *New York Times Magazine*, 26 august 2007.
11. National Safety Council, „What are the Odds of Dying?": http://www.nsc.org/lrs/statinfo/odds.htm. Pentru o statistică a cancerului, vezi National Cancer Institute, „SEER Cancer Statistics Review, 1975-2004", tabelul I-17: http://srab.cancer.gov./devcan/. Probabilitatea exactă de a muri de cancer în Statele Unite între anii 2002 și 2004 era de 21,29%, cu o marjă de încredere de 95%.
12. Florence Edler de Roover, „Early Examples of Marine Insurance", *Journal of Economic History*, 5, 2 (noiembrie 1945), pp. 172-200.
13. *Ibid.*, pp. 188 și urm.
14. A.H. John, „The London Assurance Company and the Marine Insurance Market of the Eighteenth Century", *Economica*, New Series, 25, 98 (mai 1958), p. 130.
15. Paul A. Papayoanou, „Interdependence, Institutions, and the Balance of Power", *International Security*, 20, 4 (primăvara 1996), p. 55.
16. Roover, „Early Examples of Marine Insurance", p. 196.
17. M. Greenwood, „The First Life Table", *Notes and Records of the Royal Society of London*, 1, 2 (octombrie 1938), pp. 70-72.
18. Paragraful anterior i se datorează în mare măsură lui Peter L. Bernstein, *Against the Gods: The Remarkable Story of Risk* (New York, 1996).
19. Gregory Clark, *A Farewell to Alms: A Brief Economic History of the World* (Princeton, 2007).
20. Pentru detalii, vezi eseurile din A. Ian Dunlop (ed.), *The Scottish Ministers' Widows' Fund, 1743-1993* (Edinburgh, 1992).
21. Documentele-cheie pot fi găsite în lucrările lui Robert Wallace, National Archives of Scotland: CH/9/17/6-13.
22. G.W. Richmond, „Insurance Tendencies in England", *Annals of the American Academy of Political and Social Science*, 161 (mai 1932), p. 183.
23. A.N. Wilson, *A Life of Walter Scott: The Laird of Abbotsford* (Londra: Pimlico, 2,002.), pp. 169-171.
24. G. Clayton și W.T. Osborne, „Insurance Companies and the Finance of Industry", *Oxford Economic Papers*, New Series, 10, 1 (februarie 1958), pp. 84-97.
25. „American Exceptionalism", *Economist*, 10 august 2006.

26. http://www.workhouses.org.uk/index.html?StMarylebone/StMarylebone.shtml.
27. Lothar Gall, *Bismarck : The White Revolutionary*, vol. II : *1879-1898*, trad. J.A. Underwood (Londra, 1986), p. 129.
28. H.G. Lay, *Marine Insurance : A Text Book of the History of Marine Insurance, including the Functions of Lloyd's Register of Shipping* (Londra, 1925), p. 137.
29. Richard Sicotte, „Economic Crisis and Political Response : The Political Economy of the Shipping Act of 1916", *Journal of Economic History*, 59, 4 (decembrie 1999), pp. 861-884.
30. Anonim, „Allocation of Risk between Marine and War Insurer", *Yale Law Journal*, 51, 4 (februarie 1942), p. 674 ; C., „War Risks in Marine Insurance", *Modern Law Review*, 10, 2 (aprilie 1947), pp. 211-214.
31. Alfred T. Lauterbach, „Economic Demobilization in Great Britain after the First World War", *Political Science Quarterly*, 57, 3 (septembrie 1942), pp. 376-393.
32. Correlli Barnett, *The Audit of War* (Londra, 2001), pp. 31 şi urm.
33. Richmond, „Insurance Tendencies", p. 185.
34. Charles Davison, „The Japanese Earthquake of 1 September", *Geographical Journal*, 65, 1 (ianuarie 1925), pp. 42 şi urm.
35. Yoshimichi Miura, „Insurance Tendencies in Japan", *Annals of the American Academy of Political and Social Science*, 161 (mai 1932), pp. 215-219.
36. Herbert H. Gowen, „Living Conditions in Japan", *Annals of the American Academy of Political and Social Science*, 122 (noiembrie 1925), p. 163.
37. Kenneth Hewitt, „Place Annihilation : Area Bombing and the Fate of Urban Places", *Annals of the Association of American Geographers*, 73 (1983), p. 263.
38. Anonim, „War Damage Insurance", *Yale Law Journal*, 51, 7 (mai 1942), pp. 1160-1161. Acesta a realizat 210 milioane de dolari adunând primele de la 8 milioane de poliţe de asigurare şi a plătit ca despăgubiri doar o sumă modestă.
39. Kingo Tamai, „Development of Social Security in Japan", în Misa Izuhara (ed.), *Comparing Social Policies : Exploring New Perspectives in Britain and Japan* (Bristol, 2003), pp. 35-48. Vezi şi Gregory J. Kasza, „War and Welfare Policy in Japan", *Journal of Asian Studies*, 61, 2 (mai 2002), p. 428.
40. Recomandare Council of Social Security System (1950).
41. W. Macmahon Ball, „Reflections on Japan", *Pacific Affairs*, 21, 1 (martie 1948), pp. 15 şi urm.
42. Beatrice G. Reubens, „Social Legislation in Japan", *Far Eastern Survey*, 18, 23 (16 noiembrie 1949), p. 270.
43. Keith L. Nelson, „The «Warfare State» : History of a Concept", *Pacific Historical Review*, 40, 2 (mai 1971), pp. 138 şi urm.
44. Kasza, „War and Welfare Policy", pp. 418 şi urm.
45. *Ibid.*, p. 423.
46. *Ibid.*, p. 424.
47. Nakagawa Yatsuhiro, „Japan, the Welfare Super-Power", *Journal of Japanese Studies*, 5, 1 (iarna 1979), pp. 5-51.
48. *Ibid.*, p. 21.
49. *Ibid.*, p. 9.
50. *Ibid.*, p. 18.
51. Pentru studii comparative, vezi Gregory J. Kasza, *One World of Welfare : Japan in Comparative Perspective* (Ithaca, 2006), şi Neil Gilbert şi Ailee Moon, „Analyzing Welfare Effort : An Appraisal of Comparative Methods", *Journal of Policy Analysis and Management*, 7, 2 (iarna 1988), pp. 326-340.
52. Kasza, *One World of Welfare*, p. 107.
53. Peter H. Lindert, *Growing Public : Social Spending and Economic Growth since the Eighteenth Century* (Cambridge, 2004), vol. I, tabelul 1.2.

54. Hiroto Tsukada, *Economic Globalization and the Citizens' Welfare State* (Aldershot/Burlington/Singapore/Sydney, 2002), p. 96.
55. Milton Friedman şi Anna J. Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867-1960* (Princeton, 1963).
56. Milton Friedman şi Rose D. Friedman, *Two Lucky People : Memoirs* (Chicago/Londra, 1998), p. 399.
57. *Ibid.*, p. 400.
58. *Ibid.*, p. 593.
59. Patricio Silva, „Technocrats and Politics in Chile : From the Chicago Boys to the CEIPLAN Monks", *Journal of Latin American Studies*, 23, 2 (mai 1991), pp. 385-410.
60. Bill Jamieson, „25 Years On, Chile Has a Pensions Message for Britain", *Sunday Business*, 14 decembrie 2006.
61. Rossana Castiglioni, „The Politics of Retrenchment : The Quandaries of Social Protection under Military Rule in Chile, 1973-1990", *Latin American Politics and Society*, 43, 4 (iarna 2001), pp. 39 şi urm.
62. *Ibid.*, p. 55.
63. José Piñera, „Empowering Workers : The Privatization of Social Security in Chile", *Cato Journal*, 15, 2-3 (toamna/iarna 1995/1996), pp. 155-166.
64. *Ibid.*, p. 40.
65. Teresita Ramos, „Chile : The Latin American Tiger ? ", Harvard Business School Case 9-798-092 (21 martie 1999), p. 6.
66. Laurence J. Kotlikoff, „Pension Reform as the Triumph of Form over Substance", *Economists' Voice* (ianuarie 2008), pp. 1-5.
67. Armando Barrientos, „Pension Reform and Pension Coverage in Chile : Lessons for Other Countries", *Bulletin of Latin American Research*, 15, 3 (1996), p. 312.
68. „Destitute No More", *Economist*, 16 august 2007.
69. Barrientos, „Pension Reform", pp. 309 şi urm. Vezi şi Raul Madrid, „The Politics and Economics of Pension Privatization in Latin America", *Latin American Research Review*, 37, 2 (2002), pp. 159-182.
70. Toate cifrele sunt din 2004, ultimele date comparative din baza de date World Bank's World Development Indicators.
71. Aici le sunt îndatorat lui Laurence J. Kotlikoff şi Scott Burns, *The Coming Generational Storm : What You Need to Know about America's Economic Future* (Cambridge, 2005). Vezi şi Peter G. Peterson, *Running on Empty : How the Democratic and Republican Parties Are Bankrupting Our Future and What Americans Can Do about It* (New York, 2005).
72. Ruth Helman, Craig Copeland şi Jack VanDerhei, „Will More of Us Be Working Forever ? The 2006 Retirement Confidence Survey", Employee Benefit Research Institute Issue Brief, 292 (aprilie 2006).
73. Gene L. Dodaro, Acting Comptroller General of the United States, „Working to Improve Accountability in an Evolving Environment", discurs din 2008 în faţa Maryland Association of CPAs' Government and Not-for-profit Conference (18 aprilie 2008).
74. James Brooke, „A Tough Sell : Japanese Social Security", *New York Times*, 6 mai 2004.
75. Vezi Mutsuko Takahashi, *The Emergence of Welfare Society in Japan* (Aldershot/Brookfield/Hong Kong/Singapore/Sydney, 1997), pp. 185 şi urm. Vezi şi Kasza, *One World of Welfare*, pp. 179-182.
76. Alex Kerr, *Dogs and Demons : The Fall of Modern Japan* (Londra, 2001), pp. 261-266.
77. Gavan McCormack, *Client State : Japan in the American Embrace* (Londra, 2007), pp. 45-69.
78. Lisa Haines, „World's Largest Pension Funds Top $10 Trillion", *Financial News*, 5 septembrie 2007.
79. „Living Dangerously", *Economist*, 22 ianuarie 2004.
80. Philip Bobbitt, *Terror and Consent : The Wars for the Twenty-first Century* (New York, 2008), mai ales pp. 98-179.

81. Suleiman abu Gheith, citat in *ibid.*, p. 119.
82. Graham Allison, „Time to Bury a Dangerous Legacy, Part I", *Yale Global*, 14 martie 2008. *Cf. idem, Nuclear Terrorism : The Ultimate Preventable Catastrophe* (Cambridge, MA, 2004).
83. Michael D. Intriligator şi Abdullah Toukan, „Terrorism and Weapons of Mass Destruction", în Peter Kotana, Michael D. Intriligator şi John P. Sullivan (eds.), *Countering Terrorism and WMD : Creating a Global Counter-terrorism Network* (New York, 2,006), tabelul 4.1A.
84. Vezi IPCC, *Climate Change 2007 : Synthesis Report* (Valencia, 2007).
85. Robert Looney, „Economic Costs to the United States Stemming from the 9/11 Attacks", *Center for Contemporary Conflict Strategic Insight* (5 august 2002).
86. Robert E. Litan, „Sharing and Reducing the Financial Risks of Future Mega-Catastrophes", *Brookings Issues in Economic Policy*, 4 (martie 2006).
87. William Hutchings, „Citadel Builds a Diverse Business", *Financial News*, 3 octombrie 2007.
88. Marcia Vickers, „A Hedge Fund Superstar", *Fortune*, 3 aprilie 2007.
89. Joseph Santos, „A History of Futures Trading in the United States", South Dakota University MS, f.d.

Capitolul 5

De nădejde precum o casă

1. Philip E. Orbanes, *Monopoly : The World's Most Famous Game – And How It Got That Way* (New York, 2006), pp. 10-17.
2. *Ibid.*, p. 50.
3. *Ibid.*, pp. 86 şi urm.
4. *Ibid.*, p. 90.
5. Robert J. Shiller, „Understanding Recent Trends in House Prices and Home Ownership", lucrare prezentată la Federal Reserve Bank of Kansas City's Jackson Hole Conference (august 2007).
6. http : //www.canongate.net/WhoOwnsBritain/DoTheMathsOnLand Ownership.
7. David Cannadine, *Aspects of Aristocracy : Grandeur and Decline in Modern Britain* (New Haven, 1994), p. 170.
8. Pentru aceste statistici îi sunt îndatorat lui Gregory Clark.
9. Frederick B. Heath, „The Grenvilles, in the Nineteenth Century : The Emergence of Commercial Affiliations", *Huntington Library Quarterly*, 25, 1 (noiembrie 1961), p. 29.
10. Heath, „Grenvilles", pp. 32 şi urm.
11. *Ibid.*, p. 35.
12. David Spring şi Eileen Spring, „The Fall of the Grenvilles", *Huntington Library Quarterly*, 19, 2 (februarie 1956), p. 166.
13. *Ibid.*, pp. 177 şi urm.
14. Detalii in Spring şi Spring, „Fall of the Grenvilles", pp. 169-174.
15. *Ibid.*, p. 185.
16. Heath, „Grenvilles", p. 39.
17. Spring şi Spring, „Fall of the Grenvilles", p. 183.
18. Heath, „Grenvilles", p. 40.
19. *Ibid.*, p. 46.
20. Ben Bernanke, „Housing, Housing Finance, and Monetary Policy", discurs la Kansas City Federal Reserve Bank's Jackson Hole Conference (31 august 2007).
21. Louis Hyman, „Debtor Nation : How Consumer Credit Built Postwar America", teză de doctorat nepublicată (Harvard University, 2007), cap. 1.
22. Edward E. Leamer, „Housing and the Business Cycle", lucrare prezentată la Federal Reserve Bank of Kansas City's Jackson Hole Conference (august 2007).

23. Saronne Rubyan-Ling, „The Detroit Murals of Diego Rivera", *History Today*, 46, 4 (aprilie 1996), pp. 34-38.
24. Donald Lochbiler, „Battle of the Garden Court", *Detroit News*, 15 iulie 1997.
25. Hyman, „Debtor Nation", cap. 2.
26. Thomas J. Sugrue, *The Origins of the Urban Crisis : Race and Inequality in Postwar Detroit* (Princeton, 1996), p. 64.
27. *Ibid.*, pp. 38-43.
28. Hyman, „Debtor Nation", cap. 5.
29. Sugrue, *Origins of the Urban Crisis*, p. 259.
30. Pentru un caz recent în Detroit, vezi Ben Lefebvre, „Justice Dept. Accuses Detroit Bank of Bias in Lending", *New York Times*, 20 mai 2004.
31. Glen O'Hara, *From Dreams to Disillusionment : Economic and Social Planning in 1960s Britain* (Basingstoke, 2007), cap. 5.
32. Bernanke, „Housing, Housing Finance, and Monetary Policy". Vezi şi Roger Loewenstein, „Who Needs the Mortgage-Interest Deduction ? ", *New York Times Magazine*, 5 martie 2006.
33. Nigel Lawson, *The View from No. 11 : Memoirs of a Tory Radical* (Londra, 1992), p. 821.
34. *Living in Britain : General Household Survey 2002* (Londra, 2003), p. 30 : kttp ://www.statistics.gov.uk/cci/nugget.asp ? id = 821.
35. Ned Eichler, „Homebuilding in the 1980s : Crisis or Transition ? ", *Annals of the American Academy of Political and Social Science*, 465 (ianuarie 1983), p. 37.
36. Maureen O'Hara, „Property Rights and the Financial Firm", *Journal of Law and Economics*, 24 (octombrie 1981), pp. 317-332.
37. Eichler, „Homebuilding", p. 40. Vezi şi Henry N. Pontell şi Kitty Calavita, „White-Collar Crime in the Savings and Loan Scandal", *Annals of the American Academy of Political and Social Science*, 525 (ianuarie 1993), pp. 31-45 ; Marcia Millon Cornett şi Hassan Tehranian, „An Examination of the Impact of the Garn-St Germain Depository Institutions Act of 1982 on Commercial Banks and Savings and Loans", *Journal of Finance*, 45, 1 (martie 1990), pp. 95-111.
38. Henry N. Pontell şi Kitty Calavita, „The Savings and Loan Industry", *Crime and Justice*, 18 (1993), p. 211.
39. *Ibid.*, pp. 208 şi urm.
40. F. Stevens Redburn, „The Deeper Structure of the Savings and Loans Disaster", *Political Science and Politics*, 24, 3 (septembrie 1991), p. 439.
41. Pontell şi Calavita, „White-Collar Crime", p. 37.
42. Allen Pusey, „Fast Money and Fraud", *New York Times*, 23 aprilie 1989.
43. K. Calavita, R. Tillman şi H.N. Pontell, „The Savings and Loan Debacle, Financial Crime and the State", *Annual Review of Sociology*, 23 (1997), p. 23.
44. Pontell şi Calavita, „Savings and Loan Industry", p. 215.
45. Calavita, Tillman şi Pontell, „Savings and Loan Debacle", p. 24.
46. Allen Pusey şi Christi Harlan, „Bankers Shared in Profits from I-30 Deals", *Dallas Morning News*, 29 ianuarie 1986.
47. Allen Pusey şi Christi Harlan, „I-30 Real Estate Deals : A «Virtual Money Machine»", *Dallas Morning News*, 26 ianuarie 1986.
48. Pusey, „Fast Money and Fraud".
49. Pontell şi Calavita, „White-Collar Crime", p. 43. Vezi şi Kitty Calavita şi Henry N. Pontell, „The State and White-Collar Crime : Saving the Savings and Loan", *Law Society Review*, 28, 2 (1994), pp. 297-324.
50. La început a dăinuit teama că pierderile pot fi şi mai mari. În 1990, General Accounting Office a previzionat costuri de până la 500 de miliarde de dolari. Alţii au estimat costuri de un bilion de dolari sau chiar mai mult : Pontell şi Calavita, „Savings and Loan Industry", p. 203.
51. Pentru o vie relatare, vezi Michael Lewis, *Liar's Poker* (Londra, 1989), pp. 78-124.

52. Bernanke, „Housing, Housing Finance, and Monetary Policy".
53. Îi sunt îndatorat lui Josepf Barillari pentru sprijinul oferit în cazul acestor calcule. Morris A. Davisa, Andreas Lehnert şi Robert F. Martin, „The Rent-Price Ratio for the Aggregate Stock of Owner-Occupied Housing", Working Paper (decembrie 2007).
54. Shiller, „Recent Trends in House Prices".
55. Carmen M. Reinhart şi Kenneth S. Rogoff, „Is the 2007 Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison", Draft Working Paper (14 ianuarie 2008).
56. Mark Whitehouse, „Debt Bomb: Inside the «Subprime» Mortgage Debacle", *Wall Street Journal*, 30 mai 2007, p. A1.
57. Vezi Kimberly Blanton, „A «Smoking Gun» on Race, Subprime Loans", *Boston Globe*, 16 martie 2007.
58. „U.S. Housing Bust Fuels Blame Game", *Wall Street Journal*, 19 martie 2008. Vezi şi David Wessel, „Housing Bust Offers Insights", *Wall Street Journal*, 10 aprilie 2008.
59. Henry Louis Gates Jr., „Forty Acres and a Gap in Wealth", *New York Times*, 18 noiembrie 2007.
60. Andy Meek, „Frayser Foreclosures Revealed", *Daily News*, 21 septembrie 2006.
61. http://www.responsiblelending.org/page.jsp?itemID=32032031.
62. Credit Suisse, „Foreclosure Trends - A Sobering Reality", *Fixed Income Research* (23 aprilie 2008).
63. Vezi Prabha Natarajan, „Fannie, Freddie Could Hurt U.S. Credit", *Wall Street Journal*, 15 aprilie 2008.
64. *Economic Report of the President 2007*, tabelele B-77 şi B-76: http://www.gpoaccess.gov/eop/.
65. George Magnus, „Managing Minsky", UBS research paper, 27 martie 2008.
66. Hernando de Soto, *The Mystery of Capital: Why Capitalism Triumphs in the West and Fails Everywhere Else* (Londra, 2001).
67. *Idem*, „Interview: Land and Freedom", *New Scientist*, 27 aprilie 2002.
68. *Idem*, *The Other Path* (New York, 1989).
69. Rafael Di Tella, Sebastian Galiani şi Ernesto Schargrodsky, „The Formation of Beliefs: Evidence from the Allocation of Land Titles to Squatters", *Quarterly Journal of Economics*, 122, 1 (februarie 2007), pp. 209-241
70. „The Mystery of Capital Deepens", *The Economist*, 26 august 2006.
71. Vezi John Gravois, „The De Soto Delusion", *Slate*, 29 ianuarie 2005: http://state.msn.com/id/2112792/.
72. Întregul profit este transferat către un fond de reabilitare creat pentru a face faţă unor situaţii de urgenţă, în schimbul unei scutiri de taxă pe venitul corporaţiei.
73. Connie Black, „Millions for Millions", *New Yorker*, 30 octombrie 2006, pp. 62-73.
74. Shiller, „Recent Trends in House Prices".
75. Edward L. Glaeser şi Joseph Gyourko, „Housing Dynamics", NBER Working Paper 12787 (versiune revăzută, 31 martie 2007).
76. Robert J. Shiller, *The New Financial Order: Risk in the 21st Century* (Princeton, 2003).

Capitolul 6

De la Imperiu la Chimerica

1. Dominic Wilson şi Roopa Purushothaman, „Dreaming with the BRICs: The Path to 2050", *Goldman Sachs Global Economics Paper*, 99 (1 octombrie 2003). Vezi şi Jim O'Neill, „Building Better Global Economic BRICs", *Goldman Sachs Global Economics Paper*, 66 (30 noiembrie 2001); Jim O'Neill, Dominic Wilson, Roopa Purushothaman şi Anna Stupnytska, „How Solid are the BRICs?", *Goldman Sachs Global Economics Paper*, 134 (1 decembrie 2005).

2. Dominic Wilson şi Anna Stupnytska, „The N-11 : More than an Acronym", *Goldman Sachs Global Economics Paper*, 153 (28 martie 2007).
3. Goldman Sachs Global Economics Group, *BRICs and Beyond* (Londra, 2007), mai ales pp. 45-72, 103-108.
4. Acest punct de vedere e prezentat in Kenneth Pomeranz, *The Great Divergence : China, Europe and the Making of the Modern World Economy* (Princeton/Oxford, 2000) [ed.rom. : Kenneth Pomeranz, *Marea divergenţă. China, Europa şi naşterea economiei mondiale moderne*, traducere de Gabriela Petrilă şi Paul Aneci, Polirom, Iaşi, 2012 – n.tr.]. Pentru o părere mai sceptică cu privire la poziţia Chinei în 1700, vezi, *inter alia*, Angus Maddison, *The World Economy : A Millennial Perspective* (Paris, 2001).
5. Calcule făcute pe baza estimărilor produsului intern brut pe cap de locuitor în Maddison, *World Economy*, tabelul B-21.
6. Pomeranz, *Great Divergence*.
7. Printre lucrările recente mai importante pe acest subiect se numără : Eric Jones, *The European Miracle : Environments, Economies and Geopolitics in the History of Europe and Asia* (Cambridge, 1981) ; David S. Landes, *The Wealth and Poverty of Nations : Why Some are So Rich and Some So Poor* (New York, 1998) [ed.rom. : David S. Landes, *Avuţia şi sărăcia naţiunilor. De ce unele ţări sunt atât de bogate, iar altele atât de sărace*, traducere de Lucia Dos, Polirom, Iaşi, 2013 – n.tr.] ; Joel Mokyr, *The Gifts of Athena : Historical Origins of the Knowledge Economy* (Princeton, 2002) ; Gregory Clark, *A Farewell to Alms : A Brief Economic History of the World* (Princeton, 2007).
8. William N. Goetzmann, „Fibonacci and the Financial Revolution", NBER Working Paper 10352 (martie 2004).
9. William N. Goetzmann, Andrey D. Ukhov şi Ning Zhu, „China and the World Financial Markets, 1870-1930 : Modern Lessons from Historical Globalization", *Economic History Review* (în pregătire).
10. Nicholas Crafts, „Globalisation and Growth in the Twentieth Century", International Monetary Fund Working Paper, 00/44 (martie 2000). Vezi şi Richard E. Baldwin şi Philippe Martin, „Two Waves of Globalization : Superficial Similarities, Fundamental Differences", NBER Working Paper 6904 (ianuarie 1999).
11. Barry R. Chiswick şi Timothy J. Hatton, „International Migration and the Integration of Labor Markets", in Michael D. Bordo, Alan M. Taylor şi Jeffrey G. Williamson (eds.), *Globalization in Historical Perspective* (Chicago, 2003), pp. 65-120.
12. Maurice Obstfeld şi Alan M. Taylor, „Globalization and Capital Markets", in Michael D. Bordo, Alan M. Taylor şi Jeffrey G. Williamson (eds.), *Globalization in Historical Perspective* (Chicago, 2003), pp. 173 şi urm.
13. Clark, *Farewell*, capitolele 13-14.
14. David M. Rowe, „The Tragedy of Liberalism : How Globalization Caused the First World War", *Security Studies*, 14, 3 (primăvara 2005), pp. 1-41.
15. Vezi, de exemplu, Fareed Zakaria, *The Post-American World* (New York, 2008), şi Parag Khanna, *The Second World : Empires and Influence in the New Global Order* (Londra, 2008).
16. Jim Rogers, *A Bull in China : Investing Profitably in the World's Greatest Market* (New York, 2007).
17. Robert Blake, *Jardine Matheson : Traders of the Far East* (Londra, 1999), p. 91. Vezi şi Alain Le Pinchon, *China Trade an Empire : Jardine, Matheson & Co., and Origins of British Rule in Hong Kong, 1827-1843* (Oxford/New York, 2006).
18. Rothschild Archive London, RFamFD/13A/1 ; 13BC/1 ; 13C/1 ; 13D/1 ; 13D/1 ; 13D/2 ; 13/E.
19. Henry Lowenfeld, *Investments : An Exact Science* (Londra, 1909), p. 61.
20. John Maynard Keynes, *The Economic Consequences of the Peace* (Londra, 1919), capitolul 1.
21. Maddison, *World Economy*, tabelul 2-26a.

22. Lance E. Davis şi R.A. Huttenback, *Mammon and the Pursuit of Empire : The Political Economy of British Imperialism, 1860-1912* (Cambridge, 1988), p. 46.
23. Ranald Michie, ‚Reversal of Change? The Global Securities Market in the 20th Century', *New Gobal Studies* (in pregătire).
24. Obstfeld şi Taylor, „Globalization" ; Niall Ferguson şi Moritz Schularick, „The Empire Effect : The Determinants of Country Risk in the First Age of Globalization, 1880-1913", *Journal of Economic History*, 66, 2 (iunie 2006). Dar vezi şi Michael A. Clemens şi Jeffrey Williamson, „Wealth Bias in the First Global Capital Market Boom, 1870-1913", *Economic Journal*, 114, 2 (2004), pp 304-337.
25. Studiul final e cel al lui Michael Edelstein, *Overseas Investments in the Age of High Imperialism : The United Kingdom, 1850-1914* (New York, 1982).
26. Michael Edelstein, „Imperialism : Cost and Benefit", in Roderick Floud şi Donald McCloskey (eds.), *The Economic History of Britain since 1700*, vol. II (ediţia a II-a, Cambridge, 1944), pp. 173-216.
27. John Maynard Keynes, „Foreign Investment and National Advantage", in Donald Moggridge (ed), *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. XIX (Londra, 1981), pp. 275-284.
28. *Idem*, „Advice to Trustee Investors", în *ibid.*, pp. 202-206.
29. Calcul efectuat după datele lui Irving Stone, *The Global Export of Capital from Great Britain, 1865-1914* (Londra, 1999).
30. Vezi şi indicele foarte util al bursei pentru Shanghai Stock Exchange intre 1870 şi 1940 la http://icf.som.yale.edu/sse/.
31. Michale Bordo şi Hugh Rockoff, „The Gold Standard as a «Good Housekeeping Seal of Approval»", *Journal of Economic History*, 56, 2 (iunie 1996), pp. 389-428.
32. Marc Flandreau şi Frederic Zumer, *The Making of Global Finance, 1880-1913*, (Paris, 2004).
33. Ferguson şi Schularick, „The Empire Effect", pp. 283-312.
34. Pentru o amplă discuţie asupra acestui subiect, vezi Niall Ferguson, „Political Risk and the International Bond Market between the 1848 Revolution and the Outbreak of the First World War", *Economic History Review*, 59, 1 (februarie 2006), pp. 70-112.
35. Jean de (Ivan) Bloch, *Is War Now Impossible ?*, trad. R.C. Long (Londra, 1899), p. XVII.
36. Norman Angell, *The Great Illusion : A Study of the Relation of Military Power in Nations to their Economic and Social Advantage* (Londra, 1910), p. 31.
37. Citat în James J. Sheehan, *Where Have All the Soldiers Gone ?* (New York : Houghton Mifflin Co., p. 56.
38. O.M.W. Sprague, „The Crisis of 1914 in the United States", *American Economic Review*, 5, 3 (1915), pp. 505 şi urm.
39. Brendan Brown, *Monetary Chaos in Europe : The End of an Era* (Londra/New York, 1988), pp. 1-34.
40. John Maynard Keynes, „War and the Financial System", *Economic Journal*, 24, 95 (1914), pp. 460-486.
41. E. Victor Morgan, *Studies in British Financial Policy, 1914-1925* (Londra, 1952), pp. 3-11.
42. *Ibid.*, p. 27. Vezi şi Teresa Seabourne, „The Summer of 1914", in Forrest Capie şi Geoffrey E. Wood (eds.), *Financial Crises and the World Banking System* (Londra, 1986), pp. 78, 88 şi urm.
43. Sprague, „Crises of 1914", p. 532.
44. Morgan , *Studies*, p. 19.
45. Seabourne, „Summer of 1914", pp. 80 şi urm.
46. Vezi, mai recent, William L. Silber, *When Washington Shut Down Wall Street : The Great Financial Crisis of 1914 and the Origins of America's Monetary Supremacy* (Princeton, 2007).
47. Morgan, *Studies*, pp. 12-23.
48. David Kynaston, *The City of London*, vol. III : *Illusions of Gold, 1914-1945* (Londra, 1999), p. 5.

49. Calcule făcute după preţuri citate izolat în *The Times* între august şi decembrie 1914.
50. Kynaston, *City of London*, p. 5.
51. Pentru detalii, vezi Niall Ferguson, „Earning from History: Financial Markets and the Approach of World Wars", *Brookings Papers in Economic Activity* (în curs de apariţie).
52. Vezi Lyndon Moore şi Jakub Kaluzny, „Regime Change and Debt Default: The Case of Russia, Austro-Hungary, and the Ottoman Empire following World War One", *Explorations in Economic History*, 42 (2005), pp. 237-258.
53. Maurice Obstfeld şi Alan M. Taylor, „The Great Depression as a Watershed: International Capital Mobility over the Long Run", în Michael D. Bordo, Claudia Goldin şi Eugene N. White (eds.), *The Defining Moment: The Great Depression and the American Economy in the Twentieth Century* (Chicago, 1998), pp. 353-402.
54. Rawi Abdelal, *Capital Rules: The Construction of Global Finance* (Cambridge/Londra, 2007), p. 45.
55. *Ibid.*, p. 46.
56. Greg Behrman, *The Most Noble Adventure: The Marshall Plan and the Time when America Helped Save Europe* (New York, 2007).
57. Obstfeld şi Taylor, „Globalization and Capital Markets", p. 129.
58. Vezi William Easterly, *The Elusive Quest for Growth: Economists' Adventures and Misadventures in the Tropics* (Cambridge, MA, 2002).
59. Michael Bordo, „The Bretton Woods International Monetary System: A Historical Overview", in *idem* şi Barry Eichengreen (eds.), *A Retrospective on the Bretton Woods System: Lessons for International Monetary Reform* (Chicago/Londra, 1993), pp. 3-98.
60. Christopher S. Chivvis, „Charles de Gaulle, Jacques Rueff and French International Monetary Policy under Bretton Woods", *Journal of Contemporary History*, 41, 4 (2006), pp. 701-720.
61. Interviu cu Amy Goodman: http://www.democracynow.org/article.pl?sid=04/11/09/1526251.
62. John Perkins, *Confessions of an Economic Hit Man* (New York, 2004), p. xi.
63. Joseph E. Stiglitz, *Globalization and Its Discontents* (New York, 2002), pp. 12, 14, 15, 17.
64. Abdelal, *Capital Rules*, pp. 50 şi urm., 57-75.
65. Paul Krugman, *The Return of Depression Economics* (Londra, 1999).
66. „The Fund Bites Back", *The Economist*, 4 iulie 2002.
67. Kenneth Rogoff, „The Sisters at 60", *The Economist*, 22 iulie 2004. *Cf.* „Not Even a Cat to Rescue", *The Economist*, 20 aprilie 2006.
68. Vezi studiul clasic al lui Fritz Stern *Gold and Iron: Bismarck, Bleichröder and the Building of the German Empire* (Harmondsworth, 1987).
69. George Soros, *The Alchemy of Finance: Reading the Mind of the Market* (New York, 1987), pp. 27-30.
70. Robert Slater, *Soros: The Life, Times and Trading Secrets of the World's Greatest Investor* (New York, 1996), pp. 48 şi urm.
71. George Soros, *The New Paradigm for Financial Markets: The Credit Crash of 2008 and What It Means* (New York, 2008), p. X.
72. Slater, *Soros*, p. 78.
73. *Ibid.*, pp. 105, 107 şi urm.
74. *Ibid.*, p. 172.
75. *Ibid.*, pp. 177, 182, 188.
76. *Ibid.*, p. 10.
77. *Ibid.*, p. 159.
78. Nicholas Dunbar, *Inventing Money: The Story of Long-Term Capital Management and the Legends Behind It* (New York, 2000), p. 92.
79. Dunbar, *Inventing Money*, pp. 168-173.
80. André F. Perold, „Long-Term Capital Management, L.P. (A)", Harvard Business School Case 9-200-007 (5 noiembrie 1999), p. 2.

81. Perold, „Long-Term Capital Management, L.P. (A)", p. 13.
82. *Ibid.*, p. 16.
83. Pentru o istorie a unei şcoli de teorie financiară privind eficienţa pieţelor, vezi Peter Bernstein, *Capital Ideas : The Improbable Origins of Modern Wall Street* (New York, 1993).
84. Dunbar, *Inventing Money*, p. 178.
85. Roger Lowenstein, *When Genius Failed : The Rise and Fall of Long-Term Capital Management* (New York, 2000), p. 126.
86. Perold, „Long-Term Capital Management, L.P. (A)", pp. 11 şi urm., 17.
87. Lowenstein, *When Genius Failed*, p. 127.
88. André F. Perold, „Long-Term Capital Management, L.P. (B)", Harvard Business School Case 9-200-08 (27 octombrie 1999), p. 1.
89. Lowenstein, *When Genius Failed*, pp. 133-138.
90. *Ibid.*, p. 144.
91. Datorez acest punct de vedere lui Andre Stern, care a fost unul dintre investitorii de la LTCM.
92. Lowenstein, *When Genius Failed*, p. 147.
93. André F. Perold, „Long-Term Capital Management, L.P. (C)", Harvard Business School Case 9-200-09 (5 noiembrie 1999), pp. 1, 3.
94. *Idem*, „Long-Term Capital Management, L.P. (D)", Harvard Business School Case 9-200-10 (4 octombrie 2004), p. 1. Cazurile dezbătute de Perold constituie de departe cele mai bune relatări.
95. Lowenstein, *When Genius Failed*, p. 149.
96. „All Bets Are Off : How the Salesmanship and Brainpower Failed at Long-Term Capital", *Wall Street Journal*, 16 noiembrie 1998.
97. Pentru acest punct de vedere, vezi Peter Bernstein, *Capital Ideas Evolving* (New York, 2007).
98. Donald MacKenzie, „Long-Term Capital Management and the Sociology of Arbitrage", *Economy and Society*, 32, 3 (august 2003), p. 374.
99. *Ibid.*, *passim*.
100. *Ibid.*, p. 365.
101. Franklin R. Edwards, „Hedge Funds and the Collapse of Long-Term Capital Management", *Journal of Economic Perspectives*, 13, 2 (primăvara 1999), pp. 192 şi urm. Vezi şi Stephen J. Brown, William N. Goetzmann şi Roger G. Ibbotson, „Offshore Hedge Funds : Survival and Performance, 1989-95", *Journal of Business*, 72, 1 (ianuarie 1999), pp. 91-117.
102. Harry Markowitz, „New Frontiers of Risk : The 360 Degree Risk Manager for Pensions and Nonprofits", *The Bank of New York Thought Leadership White Paper* (octombrie 2005), p. 6.
103. „Hedge Podge", *The Economist*, 16 februarie 2008.
104. „Rolling In It", *The Economist*, 16 noiembrie 2006.
105. John Kay, „Just Think, the Fees You Could Charge Buffett", *Financial Times*, 11 martie 2008.
106. Stephanie Baum, „Top 100 Hedge Funds have 75% of Industry Assets", *Financial News*, 21 mai 2008.
107. Dean P. Foster şi H. Peyton Young, „Hedge Fund Wizards", *Economists' Voice* (februarie 2008), p. 2.
108. Niall Ferguson şi Moritz Schularick, „«Chimerica» and Global Asset Markets", *International Finance* 10, 3 (2007), pp. 215-239.
109. Michael Dooley, David Folkerts-Landau şi Peter Garber, „An Essay on the Revived Bretton-Woods System", NBER Working Paper 9971 (septembrie 2003).
110. Ben Bernanke, „The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit", Homer Jones Lecture, St Louis, Missouri (15 aprilie 2005).
111. „From Mao to the Mall", *The Economist*, 16 februarie 2008.
112. Pentru o atitudine critică faţă de politica recentă a Rezervelor Federale, vezi Paul A. Volcker, „Remarks at a Luncheon of the Economic Club of New York" (8 aprilie 2008). În opinia lui Volcker, Rezervele Federale au intreprins „acţiuni exact la limita puterilor lor legale".

113. Vezi, de exemplu, Jamil Anderlini, „Beijing Looks at Foreign Fields in Plan to Guarantee Food Supplies", *Financial Times*, 9 mai 2008.
114. Dacă n-ar fi fost Primul Război Mondial, se poate specula că Germania ar fi depăşit Marea Britanie în ceea ce priveşte volumul exportului pe plan mondial în 1926 : Hugh Neuburger şi Houston H. Stokes, „The Anglo-German Trade Rivalry, 1887-1913 : A Counterfactual Outcome and Its Implications", *Social Science History*, 3, 2 (iarna 1979), pp. 187-201.
115. Aaron L. Friedberg, „The Future of U.S.-China Relations : Is Conflict Inevitable ? ", *International Security*, 30, 2 (toamna 2005), pp. 7-45.
116. Durata medie a carierei financiare a actualilor directori generali de la Citigroup, Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley şi JPMorgan este de exact douăzeci şi cinci de ani şi şase luni.

Cuvânt de încheiere: Decăderea banilor

1. Pentru unele intuiţii fascinante in ceea ce priveşte limitele globalizării, vezi Pankaj Ghemawat, *Redefining Global Strategy : Crossing Borders in a World Where Differences Still Matter* (Boston, 2007).
2. Frederic Mishkin, Weissman Center Distinguished Lecture, Baruch College, New York (12 octombrie 2006).
3. Larry Neal, „A Shocking View of Economic History", *Journal of Economic History*, 60, 2 (2000), pp. 317-334.
4. Robert J. Barro şi José F. Ursúa, „Macroeconomic Crises since 1870", *Brookings Papers on Economic Activity* (în curs de apariţie). Vezi şi Robert J. Barro, „Rare Disasters and Asset Markets in the Twentieth Century", Harvard University Working Paper (4 decembrie 2005).
5. Nassim Nicholas Taleb, *Fooled by Randomness : The Hidden Role of Chance in Life and in the Markets* (ediţia a II-a, New York, 2005).
6. *Idem*, *The Black Swan : The Impact of the Highly Improbable* (Londra, 2007).
7. Georges Soros, *The New Paradigm for Financial Markets : The Credit Crash of 2008 and What It Means* (New York, 2008), pp. 91 şi urm.
8. Vezi Frank H. Knight, *Risk, Uncertainty and Profit* (Boston, 1921).
9. John Maynard Keynes, „The General Theory of Employment", *Economic Journal*, 51, 2 (1937), p. 214.
10. Daniel Kahneman şi Amos Tversky, „Prospect Theory : An Analysis of Decision under Risk", *Econometrica*, 47, 2 (martie 1979), p. 273.
11. Eliezer Yudkowsky, „Cognitive Biases Potentially Affecting Judgment of Global Risks", în Nick Bostrom şi Milan Cirkovic (eds.), *Global Catastrophic Risks* (Oxford University Press, 2008), pp. 91-119. Vezi şi Michael J. Mauboussin, *More Than You Know : Finding Financial Wisdom in Unconventional Places* (New York/Chichester, 2006).
12. Mark Buchanan, *The Social Atom : Why the Rich Get Richer, Cheaters Get Caught, and Your Neighbor Usually Looks Like You* (New York, 2007), p. 54.
13. Pentru o introducere in subiect, vezi Andrei Shleifer, *Inefficient Markets : An Introduction to Behavioral Finance* (Oxford, 2000). Pentru unele alicaţii practice, vezi Richard H. Thaler şi Cass R. Sunstein, *Nudge : Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness* (New Haven, 2008).
14. Vezi Peter Bernstein, *Capital Ideas Evolving* (New York, 2007).
15. Vezi, de exemplu, James Surowiecki, *The Wisdom of Crowds* (New York, 2005) ; Ian Ayres, *Supercrunchers : How Anything Can Be Predicted* (Londra, 2007).
16. Daniel Gross, „The Forecast for Forecasters is Dismal", *New York Times*, 4 martie 2007.
17. Lucrare clasică, publicată pentru prima oară în 1841, este *Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds* de Charles MacKay (New York, 2003 [1841]).

18. Yudkowsky, „Cognitive Biases", pp. 110 şi urm.
19. Pentru o introducere la lucrarea lui Lo, vezi Bernstein, *Capital Ideas Evolving*, cap. 4. Vezi şi John Authers, „Quants Adapting to a Darwinian Analysis", *Financial Times*, 19 mai 2008.
20. Aspectele următoare sunt extrase parţial din Niall Ferguson şi Oliver Wyman, The *Evolution of Financial Services : Making Sense of the Fast, Preparing for the Future* (Londra/New York, 2007).
21. *The Journal of Evolutionary Economics*. Lucrările fundamentale în domeniu sunt A.A. Alchian, „Uncertainty, Evolution and Economic Theory", *Journal of Political Economy*, 58 (1950), pp. 211-222, and R.R. Nelson şi S.G. Winter, *An Evolutionary Theory of Economic Change* (Cambridge, MA, 1982).
22. Thorstein Veblen, „Why is Economics Not an Evolutionary Science ?", *Quarterly Journal of Economics*, 12 (1898), pp. 373-397.
23. Joseph A. Schumpeter, *Capitalism, Socialism and Democracy* (Londra, 1987 [1943]), pp. 80-84.
24. Paul Ormerod, *Why Most Things Fail : Evolution, Extinction and Economics* (Londra, 2005), pp. 180 şi urm.
25. Jonathan Guthrie, „How the Old Corporate Tortoise Wins the Race", *Financial Times*, 15 februarie 2007.
26. Leslie Hannah, „Marshall's «Trees» and the Global «Forest» : Were «Giant Redwoods» Different ? ", în N.R. Lamoreaux, D.M.G. Raff şi P. Temin (eds), *Learning by Doing in Markets, Firms and Countries* (Cambridge, MA, 1999), pp. 253-294.
27. Aluzia se referă, bineînţeles, la Richard Dawkins, *The Selfish Gene* (ediţia a II-a, Oxford, 1989).
28. Rudolf Hilferding, *Finance Capital : A Study of the Latest Phase of Capitalist Development* (Londra, 2006 [1919]).
29. „Fear and Loathing, and a Hint of Hope", *The Economist*, 16 februarie 2008.
30. Joseph Schumpeter, *The Theory of Economic Development* (Cambridge, MA, 1934), p. 253.
31. Bertrand Benoit şi James Wilson, „German President Complains of Financial Markets «Monster»", *Financial Times*, 15 mai 2008.

Lista ilustrațiilor

Între paranteze sunt consemnate sursele. Au fost întreprinse toate eforturile pentru a-i contacta pe toți deținătorii de copyright. La publicarea edițiilor viitoare, editorilor le va fi ușor să corecteze orice eroare sau omisiune semnalate.

Ilustrații inserate în textul cărții

Cerro Rico, la Potosí (Sergio Ballivian) 22
Tăbliță de lut din mileniul II î.e.n., Mesopotamia (Trustees of the British Museum) 25
Tăbliță de lut (revers) din mileniul II î.e.n., Mesopotamia (Trustees of the British Museum) . 26
Arestarea lui Gerard Law (Mirrorpix) 32
Quentin Massys, *Cămătarul și soția sa* (1514) (photo RMN) 34
Pagină din „registrul secret" al familiei Medici (Archivio di Stato di Firenze) 35
Obligațiuni de stat japoneze pe zece ani (Ambasada Japoniei în Marea Britanie) 48
Pieter van der Heyden după Pieter Brueghel cel Bătrân, *Bătălia pentru bani*, după 1570 (Metropolitan Museum of Art) 50
O obligațiune *consol* de 5% (iulie 1785) (Hersh L. Stern, Annuity Museum) 54
Obligațiune garantată prin bumbac cu cupoane (Michael Vidler) 64
Bancnotă confederată de cinci dolari emisă de statul Louisiana (Louisiana State Museum) . . . 65
O bancnotă germană de un bilion de mărci din 1923 (Ron Wise) 70
Cea mai veche acțiune (1606) (www.oldest-share.com) 84
O acțiune emisă de Compagnie des Indes (Bibliotheque Nationale) 91
Scenă din rue Quincampoix, 1719 (Historic New Orleans Collection) 93
Gravură din *Marea scenă a nebuniei* (1720) (Historic New Orleans Collection) 97
Bernard Picart, *Monument închinat posterității* (1721) (Harvard Business School) 98
Alan Greenspan și Kenneth Lay (PA Images) 106
New Orleans după Katrina (Adrian Pennink) 112
Alexander Webster predicând la Edinburgh (Dawn Mcquillan) 119
Foi de calcul ale fondului inițial Scottish Ministers' Widows (National Archives, Scotland) . . 121
Polița de asigurare de viață a lui sir Walter Scott (Scottish Widows) 123
Femei și bărbați într-un azil de săraci (Ramsay Macdonald Papers, National Archives) 125
Bărbați luând masa la azilul de săraci St Marylebone (Peter Higginbotham) 127
Milton Friedman (University of Chicago) 132
Casa Stowe (National Trust) 146
Trei generații de aristocrați: primul, al 2-lea și al 3-lea dintre ducii de Buckingham (Stowe House Preservation Trust: Stowe School photographic archives) 148
Marș al foamei în Detroit (Walter P. Reuther Library) 150
Protest sub sloganul „Zdrobiți teroarea poliției lui Ford-Murphy" (Walter P. Reuther Library) 151

O viaţă minunată (PA Images) 153
Danny Faulkner şi elicopterul său (*Dallas Morning News*). 158
William Jardine (Jardine Matheson) 177
James Matheson (Jardine Matheson). 178
Jaime Roldós Aguilera din Ecuador şi Omar Torrijos din Panamá (Getty). 189
George Soros (Soros) 191
Norman Lamont, ministru de Finanţe (PA Images) 193

Ilustraţii din fascicule

1. Pagină din *Liber Abaci* (*Cartea calculelor*) a lui Fibonacci, publicată în 1202 (publicată cu permisiunea Ministero per i Beni e le Attività Culturali, Biblioteca Nazionale Centrale di Firenze, Italia)
2. *Adoraţia magilor* de Botticelli (Alinari)
3. Nathan Mayer Rothschild (N.M. Rothschild & Sons)
4. Caricatură din revista *Le Rire*, 1898 (Mary Evans Picture Library)
5. Vase de luptă unioniste pe Mississippi (Museum of the Confederacy)
6. Imperiul Olandez (Nationaal Archief – Arhivele Naţionale Olandeze)
7. Emanuel de Witte, *Beurs van Amsterdam* (*Bursa din Amsterdam*), 1653 (Rijksmuseum, Amsterdam)
8. Portretul lui John Law (Louisiana State Museum)
9. Hartă a Louisianei (Louisiana State Museum)
10. Louisiana (Louisiana State Museum)
11. Două farfurii olandeze inspirate de Crahul Mississippi
12. Cutremurul din Tokyo-Yokomaha, 1923
13. Richard „Dickie" Scruggs (*New York Times*)
14. Ken Griffin, fondatorul şi directorul executiv al fondului de investiţii Citadel (Citadel)
15. Dipticul Grenville
16. Fresca lui Diego Rivera de la Garden Court, peretele nordic (Detroit Institute of Arts)
17. Fresca lui Diego Rivera de la Garden Court, peretele sudic (Detroit Institute of Arts)
18. Detaliu din versiunea originală a jocului *Monopoly* (a lui Charles Darrow), cu străzile din Atlantic City
19. Originalul Mr. Monopoly
20. Vechiul oraş Chongqing (fotografie de G.H. Thomas, autorul volumului *An American in China : 1936-1939*)
21. Modernul oraş Chongqing

In colecţia HISTORIA

au apărut :

Jean-François Soulet – *Istoria comparată a statelor comuniste din 1945 până în zilele noastre*
A.J.P. Taylor – *Originile celui de-al doilea război mondial*
Martin McCauley – *Rusia, America şi războiul rece, 1949-1991*
Yuri Stoyanov – *Tradiţia ascunsă a Europei. Istoria secretă a ereziei creştine în Evul Mediu*
Urs Altermatt – *Previziunile de la Sarajevo. Etnonaţionalismul în Europa*
Andrei Pippidi – *Despre statui şi morminte. Pentru o teorie a istoriei simbolice*
Max Weinreich – *Universităţile lui Hitler. Contribuţia intelectualilor la crimele Germaniei împotriva evreilor*
Peter Calvocoressi – *Rupeţi rândurile ! Al doilea război mondial şi configurarea Europei postbelice*
Helene Carrère d'Encausse – *Blestemul ruşilor. Eseu despre asasinatul politic*
Anne-Marie Thiesse – *Crearea identităţilor naţionale în Europa. Secolele XVIII-XX*
Bernard Wasserstein – *Dispariţia diasporei. Evreii din Europa începând cu 1945*
Geoffrey Hosking – *Rusia, poporul şi imperiul*
Dennis Deletant – *Teroarea comunistă în România. Gheorghiu-Dej şi statul poliţienesc, 1948-1965*
Carol Iancu – *Shoah în România. Evreii în timpul regimului Antonescu (1940-1944). Documente diplomatice franceze inedite*
Robert Levy – *Gloria şi decăderea Anei Pauker*
Stevan Pavlowitch – *O istorie a Balcanilor. 1804-1945*
Lucian Leuştean – *România, Ungaria şi Tratatul de la Trianon, 1918-1920*
Timothy Garton Ash – *Istoria prezentului : eseuri, schiţe şi relatări din Europa anilor '90*
Walter Kolarz – *Mituri şi realităţi în Europa de Est*
Anneli Ute Gabanyi – *Cultul lui Ceauşescu*
Rebecca Haynes – *Politica României faţă de Germania între 1936 şi 1940*
George F. Jewsbury – *Anexarea Basarabiei la Rusia : 1774-1828. Studiu asupra expansiunii imperiale*
Donald M. Nicol – *Împăratul fără de moarte. Viaţa şi legenda lui Constantin Paleologul, ultimul împărat al romanilor*
Peter Calvocoressi – *Europa de la Bismarck la Gorbaciov*
Lucian Leuştean – *România şi Ungaria în cadrul „Noii Europe" (1920-1923)*
Zoe Petre – *Practica nemuririi. O lectură critică a izvoarelor greceşti referitoare la geţi*
John Foran – *Teoretizarea revoluţiilor*
Liviu Rotman – *Evreii din România în perioada comunistă (1944-1965)*
Harold Zimmermann – *Papalitatea în Evul Mediu. O istorie a pontifilor romani din perspectiva istoriografiei*
Alexandru-Florin Platon, Laurenţiu Rădvan – *De la* Cetatea lui Dumnezeu *la Edictul din Nantes. Izvoare de istorie medievală (secolele V-XVI)*
Jean Ancel – *Preludiu la asasinat. Pogromul de la Iaşi, 29 iunie 1941*
Sorin Mitu – *Transilvania mea. Istorii, mentalităţi, identităţi*
Jean-François Soulet – *Istoria Europei de Est de la al doilea război mondial până în prezent*
Alexandru-Florin Platon, Laurenţiu Rădvan, Bogdan-Petru Maleon – *O istorie a Europei de Apus în Evul Mediu. De la Imperiul Roman târziu la marile descoperiri geografice (secolele V-XVI)*
Bogdan Murgescu – *România şi Europa. Acumularea decalajelor economice (1500-2010)*
Ştefan Lemny – *Cantemireştii : aventura europeană a unei familii princiare din secolul al XVIII-lea*
Victor Neumann, Armin Heinen (editori) – *Istoria României prin concepte. Perspective alternative asupra limbajelor social-politice*
Stephane Courtois – *Comunism şi totalitarism*
Adam Burakowski – *Dictatura lui Nicolae Ceauşescu (1965-1989). Geniul Carpaţilor*
Niall Ferguson – *Civilizaţia. Vestul şi Restul*
Paul Kennedy – *Ascensiunea şi decăderea marilor puteri. Transformări economice şi conflicte militare din 1500 până în 2000*
Bogdan Murgescu – *Ţările Române între Imperiul Otoman şi Europa creştină*
Kenneth Pomeranz – *Marea divergenţă. China, Europa şi naşterea economiei mondiale moderne*
Ian Morris – *De ce Vestul deţine încă supremaţia şi ce ne spune istoria despre viitor*
Timothy E. Gregory – *O istorie a Bizanţului*

Viorel Panaite – *Război, pace şi comerţ în Islam. Ţările române şi dreptul otoman al popoarelor*
Marian Coman – *Putere şi teritoriu. Ţara Românească medievală (secolele XIV-XVI)*
David S. Landes – *Avuţia şi sărăcia naţiunilor. De ce unele ţări sunt atât de bogate, iar altele atât de sărace*
Thomas Asbridge – *Cruciadele. Istoria războiului pentru eliberarea Pământului Sfânt*
Adam Burakowski, Aleksander Gubrynowicz, Paweł Ukielski – *1989. Toamna naţiunilor*
Jerry Brotton – *O istorie a lumii în douăsprezece hărţi*
Niall Ferguson (coord.) – *Istorie virtuală. Evoluţii alternative şi ipoteze contrafactuale*
Ernst H. Kantorowicz – *Cele două corpuri ale regelui. Un studiu asupra teologiei politice medievale*
Norman Davies – *Istoria Poloniei. Terenul de joacă al lui Dumnezeu*
Melinda Mitu, Sorin Mitu – *Ungurii despre români. Naşterea unei imagini etnice*
Simon Sebag Montefiore – *Stalin. Curtea ţarului roşu*
Niall Ferguson – *Marele Declin. Cum decad instituţiile şi mor economiile*
Marius Turda – *Eugenism şi modernitate. Naţiune, rasă şi biopolitică în Europa (1870-1950)*
Bernard Lewis – *Istoria Orientului Mijlociu. De la apariţia creştinismului până în prezent*
Dragoş Sdrobiş – *Limitele meritocraţiei într-o societate agrară. Şomaj intelectual şi radicalizare politică a tineretului în România interbelică*
Albert Hourani – *Istoria popoarelor arabe*
Lincoln Paine – *Marea şi civilizaţia. O istorie maritimă a lumii*
Simon Sebag Montefiore – *Tânărul Stalin*
Charles King – *Marea Neagră. O istorie*
Brendan Simms – *Europa. Lupta pentru supremaţie, de la 1453 până în prezent*
Miranda Carter – *Cei trei împăraţi. Trei veri, trei imperii şi drumul către Primul Război Mondial*
Gail Kligman, Katherine Verdery – *Ţăranii sub asediu. Colectivizarea agriculturii în România (1949-1962)*
Sam van Schaik – *O istorie a Tibetului*
Jonathan Haslam – *O nouă istorie a serviciilor secrete sovietice*
Niall Ferguson – *Ascensiunea banilor. O istorie financiară a lumii*

în pregătire:

Marc Van De Mieroop – *O istorie a Orientului Apropiat în Antichitate (cca 3000 – 323 î.Hr.)*

www.polirom.ro

Redactori: Ioana Aneci, Cezar Petrilă
Coperta: Radu Răileanu
Tehnoredactor: Radu Căpraru

Bun de tipar: august 2016. Apărut: 2016
Editura Polirom, B-dul Carol I nr. 4 • P.O. BOX 266
700506, Iaşi, Tel. & Fax: (0232) 21.41.00; (0232) 21.41.11;
(0232) 21.74.40 (difuzare); E-mail: office@polirom.ro
Bucureşti, Splaiul Unirii nr. 6, bl. B3A, sc. 1,
et. 1, sector 4, 040031, O.P. 53
Tel.: (021) 313.89.78; E-mail: office.bucuresti@polirom.ro

Tiparul executat la S.C. Tipo-Lidana S.R.L.,
Calea Unirii, nr. 35, Suceava
Tel. 0230/517.518; Fax: 0330/401.062
E-mail: office@tipolidana.ro; www.tipolidana.ro